

后金融危机时期欧美经济复苏 差异比较

——以金融结构为视角*

余南平

内容提要:本文以金融危机前欧美经济增长趋同性为切入点,在实证分析欧美后金融危机时期经济复苏表现差异化的同时,通过对欧美金融结构差异的数据对比,解释了德国经济表现的例外性;同时分析了美国市场化融资模式对于美国经济复苏的促进作用,指出欧洲缺乏现代市场化融资机制,而以银行为主的融资模式,使其在债务危机发生时对经济体产生了负面影响,并可能使央行的货币政策失灵。文章认为,富有弹性、多层次、市场化的融资模式对于一个经济体的稳定与经济增长十分重要,而欧洲金融模式结构缺陷将使欧洲经济复苏缓慢而痛苦。

关键词:欧美 增长趋同 经济复苏 金融结构 差异性

“差异化复苏”,可谓是全球经济经历了六年金融危机进入复苏阶段后所呈现的结构性特征。具体而言,它是指传统两大经济体美国与欧盟经济差异化复苏的表现,同时还对应着以“金砖五国”为代表的新兴经济体经济高增长的减速,包括结构性风险不同程度的暴露。撇开新兴经济体经济增长结构性问题不谈,一个令人感兴趣的问题是,就经济结构而言,美国与欧盟国家服务业占 GDP 的比例均为 70%以上,^①面对同样的全球宽松货币政策,尤其是 2009 年开始的经济刺激政策,为什么欧洲与美国经

* 本文系国家社科基金课题“欧债危机与欧洲发展模式前景研究”(批准号 12GBJ020)的阶段性成果。感谢匿名审稿人中肯和极具学术价值的意见,同时感谢华东师范大学国际关系与地区发展研究院硕士研究生李秋悦提供的部分数据以及图表制作。

① 美欧经济结构与贸易数据来源于德意志银行研究报告,具体可参见 http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000318466/Atlantic+unity+in+global+competition%3A+T-TIP+in+perspective.PDF, 2014 年 4 月 7 日访问。

济出现了差异化复苏?本文拟从欧洲与美国内在金融结构的差异性特征出发,进行分析和解释。

一 金融危机前欧洲与美国经济增长的“趋同性”

传统研究对于不同经济体表现的“趋同性”分析,一般采用发展经济学理论视角,着眼于发展中国家经济增长与发达国家的比较,或者是研究一个国家不同区域长期增长的平衡性问题,而欧洲与美国的经济增长则常常被视为比较研究中的“标杆对象”。^①而在欧盟范围内,研究一体化带来的不同国家和地区经济增长与就业的“差异”,或者“趋同”,也是一个被反复争论的问题。如2000年容·马丁(Ron Martin)就运用1975-1998年欧洲的经济数据,分析了欧洲经济货币联盟(EMU)对欧洲国家劳动生产率和就业的影响,证明货币联盟对劳动生产率仅有轻微影响,而欧洲国家就业则呈现极大的差异化。^②而2008年克里斯波·克雷拉萨马(Crespo Cuarresma)等人对15个欧盟成员国的数据进行了实证分析比较,认为欧洲一体化对成员国经济增长产生了强烈的“趋同”效应。^③

虽然经典研究,尤其从“新古典”经济理论的视角来看,并没有直接将欧洲与美国经济增长趋同性作为研究对象。^④但仔细对比欧洲和美国这两个世界上规模最大的经济体,我们可以清楚地发现,虽然美欧的市场经济模式不完全相同,^⑤但经济结构相似。2012年,美国农业产值占GDP的比例为1.2%,欧盟为1%;美国工业产值占GDP的比例为20%,欧盟是26%;而美国服务业产值占GDP的比例为78.8%,欧盟是73%。

① 最经典的研究来自哈佛大学罗伯特·巴罗(Robert J.Barro)和莎拉·马丁(Xavier Sala i Martin)1990年的著述,具体参见<http://www.nber.org/papers/w3419.pdf>? new_window=1, 2014年5月3日访问。

② R.Martin, “EMU Versus the Regions? Regional Convergence and Divergence in Euroland”, *Journal of Economic Geography*, Vol. 1, No. 1, 2001, pp. 51-80.

③ Jesus Crespo Cuaresma, Maria Antonette Silgoner and Doris Ritzberger-Grunwald, “Growth, Convergence and EU Membership”, *Applied Economics*, Vol. 40, Issue 5, 2008, pp.643-656.

④ 当然也并不是没有经典研究关注欧美经济的一致性和差异性,如1999年诺贝尔奖获得者罗伯特·索罗就针对欧洲与美国的劳动力市场差异影响经济增长潜力进行过比较研究,具体可参见http://www.ifo-dresden.de/portal/page/portal/DocBase_Content/WP/WP-CESifo_Working_Papers/wp-cesifo-2000/wp-cesifo-2000-01/WP231.PDF, 2014年5月3日访问;2004年,美国麻省理工学院著名的学者奥利佛·布莱恩查德继续运用劳动力生产率趋同提高、劳动力市场差异等视角对美国与欧洲经济进行了比较研究,但这些研究视角均不是来自于“新古典主义”,具体研究可参见<http://www.personal.kent.edu/~cupton/Senior%20Seminar/Papers/blanchard.pdf>, 2014年5月3日访问。

⑤ 按国际政治经济学一代大师罗伯特·吉尔平的划分模式,美国属于“市场导向”资本主义体系,而欧洲以德国为代表属于“社会市场”资本主义体系,吉尔平也讨论了“新古典”理论视角下的“趋同”问题。具体可参见[美]罗伯特·吉尔平:《全球政治经济学:解读国际经济秩序》,杨宇光、杨炯译,第七章,上海:上海人民出版社2003年版。

美国的 GDP 份额占世界总额的 22%, 而欧盟占 23%, 两者相加占据世界 GDP 总额的 45%。此外, 美欧互为第一大贸易伙伴, 美国占欧盟贸易份额的 14%, 欧盟占美国贸易份额的 16%。2012 年, 双方进出口总量为 7412 亿美元, 远远大于中国与日本对欧贸易额的 6840 亿美元。^① 上述分析说明, 美欧经济结构相似, 且美欧经济由于贸易密度大而互动紧密; 它们的经济增长同向运行, 在 2008 年国际金融危机前的一个较长时段内, 一直为全球经济增长提供主要的驱动力。

如果经济结构类似与贸易联系紧密, 包括有规模的经济体量互动, 仅仅提供了美欧经济运行方向趋同的假设的话, 那么采用国际货币基金组织 (IMF)《世界经济展望》的历史实证数据进行对比, 可以更清楚地看到, 在国际金融危机前的 1995-2005 年, 美国经济增长率平均为 3.4%, 欧元区平均为 2.1%。两者虽然相差 1.3%, 但十年间两大经济体均保持了同向正增长。虽然从金融危机爆发前的 2006 年开始, 欧元区与美国的经济增长速度发生了置换: 2006 年欧元区经济增长达到 3.3%, 开始超越美国的 2.7% 增长; 2007 年欧元区经济增长率达到 3%, 美国则为 1.8%; 而在金融危机开始的 2008 年, 美国受危机直接影响, 经济出现了 -0.3% 的增长, 而欧元区经济也同期直线滑落, 增长仅为 0.4%, 但其经济增长落差依然在合理解释区间内。因此, 从 1995 年开始到 2008 年金融危机爆发的一个较长的历史阶段, 历史实证数据所提供的结论是: 作为成熟经济体的欧洲和美国经济, 平均维持在 2-3% 的经济增长率, 虽然期间欧洲与美国的生长速度互有超越, 但长期保持同步增长, 体现了相当稳定的同向一致性。^②

因此, 当我们不再使用“新古典主义”研究方式, 着眼后发国家“追赶”先进国家的视角考虑“趋同”效应, 而是采用锁定经济增长区间来观察欧洲与美国经济宏观表现的话, 那么不难发现, 在过去 20 年, 美国与欧洲经济不仅保持了相当稳定的趋同运行方向, 同时其经济增长落差也长期稳定在 1.5% 之间, 从而体现了两个规模化成熟经济体经济运行的基本特征。

二 后金融危机时期欧洲与美国经济的差异化复苏比较

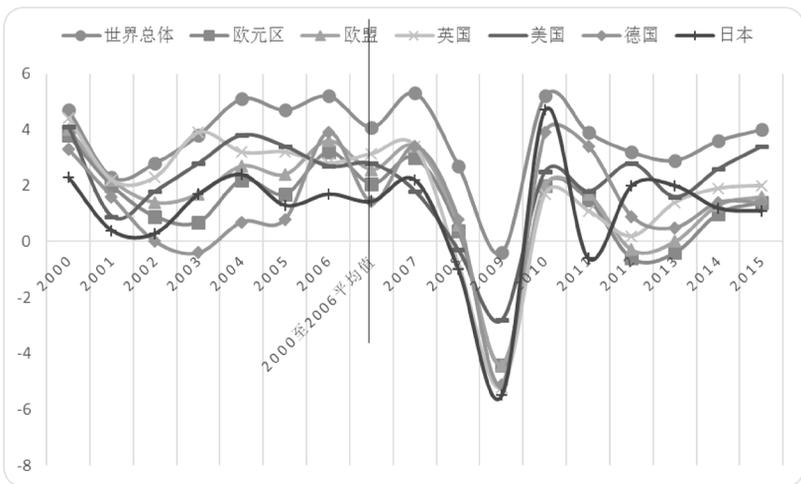
如果说, 欧美的经济增长率保持在可比区间且增长趋同, 是体现了上个世纪 90 年代

^① 美欧经济结构与贸易数据来源于德意志银行研究报告, 具体可参见 http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000318466/Atlantic+unity+in+global+competition%3A+T-TIP+in+perspective.PDF, 第 9 页, 2014 年 4 月 7 日访问。

^② 数据来源于国际货币基金组织:《世界经济展望 2014 年》, 第 180 页, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>, 2014 年 5 月 3 日访问。

开始的经济全球化特点的话,那么后金融危机时期的今天,这个特征出现了引人关注的变化。根据欧盟统计局发布的权威数据,继2009年欧盟经济负增长达到4.5%峰值后的缓慢复苏过程中,在2010年开始的全球经济刺激的环境下,欧盟经济增长短期恢复到2%,但随后出现了下滑。2011年、2012年、2013年连续三年,欧盟经济增长率分别为1.6%、-0.4%和0.1%。而如果分析欧元区国家的数据则可发现,在危机后两年,欧元区国家经济增长与欧盟28国保持了同步,但从2012年开始则出现了明显分化,欧元区经济2012年与2013年分别获得-0.7%和-0.4%的增长。这不仅说明欧元区国家经济增长远落后于欧盟非欧元区国家,同时,如果考虑到德国在欧元区经济总量比重为28%的体量规模,2012-2013年还连续保持了0.7%、0.4%的正增长的话,那么如果剔除德国强劲的经济数据,则可以发现绝大部分欧元区国家在2012-2013年均出现了比较明显的衰退。^①与此相反的是,美国经济在2009年获得-2.8%的增长后,从2010年开始持续稳定地保持了平均2.25%的经济增长(图1)。

图1 世界各主要经济体2000-2015年GDP实际年增长率对比



数据来源:国际货币基金组织(IMF)报告,其中2014-2015年数据为预测数据,<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>。

^① 欧盟与欧元区经济数据来源,参见欧盟统计局网站:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Real_GDP_growth,_2003-13_\(%25_change_compared_with_the_previous_year;_average_2003-13\)_YB14.png](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/File:Real_GDP_growth,_2003-13_(%25_change_compared_with_the_previous_year;_average_2003-13)_YB14.png);德国的经济总量比重数据来源:<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/stapobo/sph201401en.pdf>,2014年5月6日访问。需要注意的是,此处列举的2003-2013年经济增长率是包括克罗地亚在内的欧盟28国数据。

必须强调说明的是,为什么比较欧美经济增长,需要剔除德国因素?或者说,德国在欧洲和欧元区的经济表现为什么是一个“例外”?

众所周知,德国经济受国际金融危机影响较小,且金融危机期间恢复迅速,并在后金融危机时期经济表现突出,在发达经济体中“一枝独秀”。而德国经济增长之谜,一直是学术界关注的热点。早在金融危机时期的2009年,国际货币基金组织(IMF)的研究团队就关注到德国经济表现的“例外性”,它的一项研究用历史数据解释了德国经济的奥秘在于其强劲的出口能力,其经济表现取决于美国,包括全球新兴市场中国、俄罗斯等国的需求,而不是单纯的欧洲市场需求。^① 这项研究虽然解释了德国经济与世界经济的高关联度,但没有从德国内部原因解释这个“例外性”是如何塑造的。对此,美国彼得森国际经济研究所(Peterson Institute for International Economics)的德国问题专家雅各布·克柯加德(Jacob Funk Kirkegaard)在2014年1月的研究报告中,首先解释了德国劳动力市场在“施罗德改革”后获得的成就,并指出,德国经济体的出色表现,得益于德国劳动力市场高参与率、相对低成本和高劳动生产率三大优势,这是欧洲其他国家所不具备的。^② 随后,克柯加德继续深入研究,他在2014年5月发表的研究报告中提供了更为翔实的数据,证明德国经济的“独特性”更是取决于德国在货币一体化后持续上升的净海外投资增长。德国较为稳定的国内储蓄为海外资本投资提供了蓄水池,其带动的出口抵消了国内存货不足。德国净出口对GDP增长贡献率高达50%左右。因此,在政府开支、投资增长缓慢和国内消费平稳的情况下,净出口能力使得德国经济保持强劲态势,而这些特征同样也是其他欧洲国家所不具备的。^③ 综合上述研究,笔者认为,后金融危机时期德国经济的“一枝独秀”,有其深厚的、独特的产业集群优势因素。德国是德国,不是整个欧洲。德国经济依靠强大的产品竞争能力和海外投资融入世界产业链,并在汽车、机械、化工等重要领域占据价值链高端位置,这是其他欧洲国家不具备的全球竞争力。

因此,在欧洲宏观经济数据比较中,即使加入德国的独特性因素后,那么细化到影响欧洲经济表现的各个方面数据,我们还是可以观测到以下现象:^④

(一)差异化的通胀水平

从理论角度而言,在全球化较充分的经济背景下,世界主要经济体在没有重大结

① 国际货币基金组织的研究可参见 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/car012209a.htm>, 2014年5月6日访问。

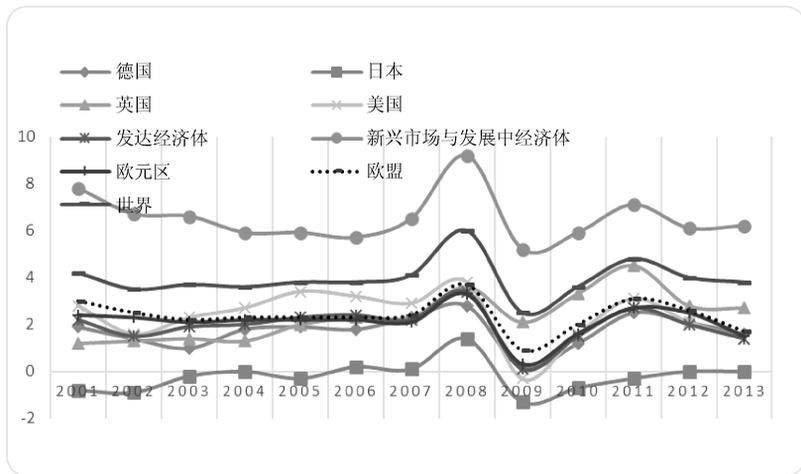
② 具体研究可参见 <http://www.iie.com/publications/pb/pb14-1.pdf>, 2014年5月5日访问。

③ 具体研究可参见 <http://www.iie.com/publications/pb/pb14-14.pdf>, 2014年5月5日访问。

④ 以下宏观数据比较均是采用欧盟和欧元区全口径数据,包括了德国良好的经济表现数据,旨在说明,如果没有德国,欧盟和欧元区经济表现可能更疲弱。

构缺陷的情况下,如主要消费品严重依赖进口且货币贬值,个别国家货币严重超发引发局部通胀,或者是较高的经济增长率对应适度的通胀等因素外,在过去的十年间,世界主要经济体的通胀水平已经基本接近。这种“烫平”既是全球化的结果,也是各国货币政策与美联储保持正向同步的一个结果(日本货币政策是日本持续通缩衰退的例外)。但是,奇怪的是,自2008年全球金融危机后,这种平衡似乎被打破了。欧盟统计局发表的数据显示,从2013年2月开始,欧元区消费调和物价指数(HICP)已经连续12个月低于欧洲央行设定的2%的通胀目标,而2014年5月最新通胀数据仅为0.5%。同时,欧盟范围内通缩情况也保持同样水平。而对应的美国,尽管较大范围内的页岩气革命带来国内能源价格的大幅下降,但依然保持了1.3%左右的低通胀(见图2)。由此给欧洲带来的难题是,在整个欧盟与欧元区通缩的情况下,消费者可能因推迟购买而使消费进一步疲软,这是否会引发持续性经济低迷,或者是落入日本式的“通缩陷阱”?这个现实问题正在困扰欧盟的经济。^①

图2 各主要经济体 2001-2013 年通货膨胀率对比(单位:%)



数据来源:国际货币基金组织(IMF)数据库, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>。

(二) 不对称的就业复苏

虽然世界各主要经济体的就业有其结构性的差异特征,但是欧盟统计局的数据显

^① 欧洲央行已经对欧元区通缩表现出极度的担忧和焦虑。在2014年6月5日欧洲央行的利率决策会议上,欧洲央行将存款利率降为负,这是大型中央银行首次实施负利率。

示,2000年至2008年金融危机开始的全球经济增长阶段中,全球失业率是跟随经济增长而呈现总体下降趋势,而欧盟则在2008年第一季度达到了历史最好水平的就业状态。当时欧盟27国失业人口为1600万,失业率为6.8%,但2008年爆发的金融危机中断了这个趋势。在2009年危机最严重时期,根据世界劳工组织统计,全球2亿多劳动力中有近7%处于失业状态。^①

全球金融危机的爆发使得欧盟国家的失业率出现了急剧的变化。从2008年第二季度到2010年中期,欧盟失业人口新增了700多万,失业率达到9.7%,是2000年以来的最高纪录。在接下来的三个季度里,由于受到政策刺激和市场的正向预期作用,包括欧盟范围内劳动力市场改革与各种扶持政策的出台使欧盟范围内的失业率稍微下降。但这一良好趋势持续过短。从2011年第二季度开始,失业率再次大幅连续上升,突破了2010年中的失业人口记录,使欧洲失业人口再次达到历史峰值。而反观美国,在2008年金融危机开始时,失业率虽然较2000年4%的历史最好水平有所上升,但依然控制在合理并低于欧盟的平均水平以下。而美国次贷危机引发的金融危机,使得美国失业率急速上升,在2009年达到了欧元区的平均水平,并且在2010年超越欧盟的总体水平。^②

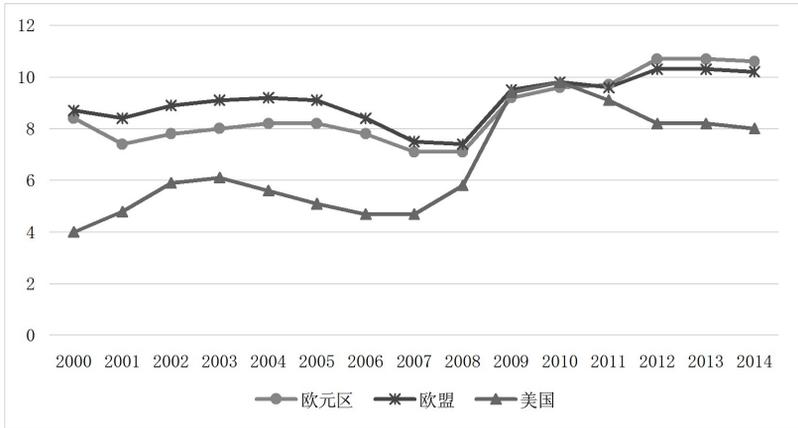
值得关注的是,自美国量化宽松货币政策在2011年逐步产生效应以来,美国的失业率呈现明显的下降趋势,而欧元区 and 欧盟国家则从2011年开始持续形成失业的新高峰。根据欧盟统计局的最新数据,2014年4月,欧盟28国总失业人口有2547万,欧元区18国总失业人口为1875万人,欧元区失业率为11.7%。与2013年4月的数据相比,欧元区失业人口仅减少487000人。在欧盟成员国中,失业率最低的国家分别是奥地利、德国和卢森堡,失业率为4.9%、5.1%和6.1%。而失业率最高的则是希腊和西班牙,失业率分别高达26.5%和25.1%。与一年前的数据相比,欧盟和欧元区依然有部分国家的失业率在上升。上升最快的是塞浦路斯,从15.6%上升到16.4%,甚至在金融危机期间经济稳定的荷兰,其失业率也从6.5%上升到7.2%。此外,欧洲国家中另一严重的问题是失业人口的年轻化。欧盟统计局2014年4月的数据同时显示,欧盟28国中有525万年轻人(低于25岁)失业,而这一数据在欧元区为338万,其失业率分别高达22.5%和23.5%。虽然德国、奥地利等国年轻人的失业情况好于欧元区平均水平,其失业率分别为7.9%和9.5%,但在希腊、西班牙,则分别高达56.9%和

^① IMF, "Unemployment: The Curse of Joblessness, Finance & Development", <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/unemploy.htm>, last accessed on May 3, 2014.

^② 欧盟统计局就业统计,具体可参见 http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Employment_statistics, 2014年5月3日访问。

53.5%,已产生了严重的社会问题。反观美国,在经历了接近10%的高失业率后,在过去的三年间就业继续保持温和复苏态势。截至2014年5月,美国最新失业率降至6.3%,远远低于欧元区11.7%的失业率,两者形成了明显的就业反差(见图3)。

图3 欧元区、欧盟、美国2000-2014年失业率



资料来源:OECD数据库, [http://stats.oecd.org/Index.aspx? DatasetCode=STLABOUR](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=STLABOUR)。

(三)反向的国内资本形成增长率

与新兴经济体高增长模式不同的是,作为成熟经济体,欧洲与美国的经济增长内生动力,来自于投资的驱动比例已明显下降。但适度投资增长带来的国内资本形成,不仅反映了新的产业热点,同时对就业和消费有着较为明显的驱动作用。欧盟的地理空间与人口规模均超过美国,且欧盟区域经济发展并不平衡。在金融危机爆发前,由于东扩,欧盟的地理范围扩大,欧盟结构基金驱动的非发达地区成员国投资项目增加,使欧盟的投资率一直高于美国。而在欧元区,自2003年开始加速的南欧投资热潮,也使得欧元区国内资本形成比例,在2006年开始持续高于美国。

可以理解的是,2008年金融危机导致的资本收缩,使得欧元区与美国同时出现了国内资本形成率的萎缩,并在2009年呈现两位数的负增长。但差异性体现在自2010年开始的全球经济复苏中,欧元区仅在2011年出现了投资率正增长,而在随后的24个月内均有幅度较大的下降。而美国的投资率,则从2010年开始保持了48个月的扩张。由此使得发达经济体内的国内资本形成态势出现了逆转,欧元区不仅远低于美国,同时还低于经济合作与发展组织(OECD)国家的平均水平(见表1)。

表 1 美国、欧元区、OECD 国家 2003-2015 年国内资本形成增长率(单位:%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
美国	3.923	5.802	5.604	2.178	-1.24	-4.84	-13.1	1.119	3.448	5.517	3.038	7.694	9.258
欧元区	1.019	1.767	3.373	5.919	5.116	-1.63	-12.7	-0.57	1.751	-3.80	-3.55	1.484	3.166
OECD	2.778	4.533	4.835	4.277	2.657	-2.40	-11.7	1.906	3.226	1.888	0.748	4.507	5.561

数据来源:OECD 数据库,其中 2014 年与 2015 年为预测值,参见 <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO>。

(四) 国内消费与贸易总量的变化差异

对于欧洲与美国这样的成熟经济体而言,其消费占 GDP 的比例均在 70%左右,是经济增长的主要动力。因此,消费增长对于欧洲与美国的经济增长和就业十分重要。而欧元区消费增长在 2006 年达到峰值的 3.21%并超越美国后,与美国一样,在金融危机期间均下降了 3%以上。期间,OECD 国家也保持了同步,这说明全球金融危机对消费产生了重大影响。但在随后 2010 年开始的经济复苏中,欧元区与美国和 OECD 国家平均水平开始拉开距离,当美国与 OECD 国家均出现正向增长的同时,欧元区国家在 2012 年与 2013 均出现了罕见的负增长,且从预测值来看,欧元区与美国和 OECD 国家的消费增长率差距将逐渐拉大(见表 2)。

表 2 美国、欧元区、OECD 国家 2002-2015 年国内消费总支出增长率(单位:%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
美国	2.32	3.085	4.248	3.49	2.584	1.141	-1.338	-3.78	2.932	1.684	2.588	1.574	3.011	3.633
欧元区	0.438	1.434	1.723	1.903	3.21	2.776	0.201	-3.678	1.207	0.75	-2.175	-0.961	0.769	1.338
OECD	1.862	2.551	3.371	3.014	3.061	2.473	-0.216	-3.957	3.063	1.663	1.077	0.998	2.195	2.669

数据来源:OECD 数据库,其中 2014 年与 2015 年为预测值。参见 <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO>。

如果说消费的下降本质上反映了经济基本面疲弱的话,那么观察欧盟的贸易数据可以说明更多的问题。传统上,欧盟基于其庞大的贸易规模和广泛的经济联系,一直扮演着世界贸易驱动力的角色。根据世界贸易组织(WTO)发布的最新统计数据,2012 年全球贸易增速仅有 2%,不仅低于 1992-2012 年 5.3%的年均水平,同时还远低于 1990-2008 年年均 6%的高速贸易增长水平。虽然金融危机导致全球贸易增速下降,但 2012 年欧盟还是以 2.16 万亿美元的出口额和 14.7%的全球份额占据世界出口

第一,而进口规模则维持在2.3万亿美元,位居世界第二。但贸易总量的维持,并不等于增速结构没有发生变化。如果仔细比较欧盟2010-2012年的贸易连续季度数据,可以看到,就出口(按美元计价)而言,其在2011年8月达到出口增长25%的峰值后,持续出现下滑;2012年全年出口增长-5%,而美国则保持了5%的增长。在进口方面,欧盟的状况更为糟糕。美国2010年、2011年和2012年进口增长分别为23%、15%和3%,而欧盟则为13%、17%和-6%。法国、意大利等国自2012年3月开始,进口急剧下跌,出现了连续的负增长。而从更能体现贸易变化的关键数据——欧盟内部贸易量(inter-EU trade)来看,同样出现了6个季度的下滑。^①这说明,欧盟内部需求很弱,同时,传统上支撑欧盟一体化的内部贸易驱动力也在减弱。

综合上述数据对比,我们可以清晰地看到,在影响经济增长的三个主要方面(投资、出口和消费),欧洲与美国出现了不同步与反差的情况,而在长期影响经济增长的要素上,欧盟的失业率几乎是美国的两倍,同时相比美国的低通胀,欧盟出现了较为明显的“通缩”。

令人不解的是,虽然在金融危机起始阶段,美国银行破产总量上升,就业率急剧下跌,美国呼吁全球采取共同的财政刺激政策,以对抗金融危机的共同挑战,^②但欧洲央行当时并未采取积极的应对政策,包括比较快速的货币政策调整等。有学者还专门撰文讨论美欧对待金融危机的“不趋同性”和欧洲的“滞后性”。^③但在后金融危机时代,特别是2009年G20伦敦峰会和2011年欧债危机爆发以后,在货币政策方面,美联储与欧洲央行均采用了相同的超常规货币政策手段,包括极低的利率和持续的量化宽松(QE)。虽然欧洲央行的量化宽松与美联储的量化宽松方式有所不同,而且由于政治方面的原因,特别是德国、荷兰等经济稳定国家的反对,欧洲央行未能像美联储一样“直接下场踢球”,例如采用主权央行在一级市场大量购买包括主权债券在内的各类资产的方式,通过压低长期利率来稳定金融市场,并刺激经济增长。^④但是欧债危机爆发后,尤其是南欧“问题国家”主权债券市场濒临崩溃的时刻,欧洲央行还是大胆采

① 数据来源于世界贸易组织:《2013年世界贸易报告》,第22页, http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/wtr13-1_e.pdf, 2014年5月6日访问。

② 2008年11月的华盛顿G20峰会并未真正讨论金融危机可能的影响,直到2009年4月2日G20全球峰会在伦敦召开,美国总统奥巴马第一次向全球领导人发出共同倡议来应对全球金融危机。

③ Jean Pisani-Ferry and Adam S. Posen, “From Convoy to Parting Ways? Postcrisis Divergence between European and US Macroeconomic Policies”, http://www.piie.com/publications/chapters_preview/6451/02iic6451.pdf, 2014年4月7日访问。这篇文章系彼德森国际经济研究所2010年组织的“跨大西洋关系”研讨会论文集的一部分。

④ 由于欧洲没有与美国类似的单一主权债券,不存在“中性国债”标的。因此,欧洲央行的资产购买行为一直为德国中央银行所反对,如欧洲央行在2012年提出“货币直接交易计划”(SMP购债冲销),遭到德国反对,而欧洲央行2014年6月提出未来可能的ABS购买计划,德国则认为,购买ABS违反欧盟条约。作者注。

用了“隐性”的大规模“量化宽松”。如2011年12月开始的规模为4000亿欧元的“融资贷款计划”(LTRO),目前已进行了三轮,并计划延长到2018年。2012年,欧洲央行又开始针对主权国家的短期国债购买进行了“SMP计划”操作。这些非常规手段的采用,使欧洲央行的资产负债表扩张并不比美联储慢。

在财政政策方面,欧洲各国在欧债危机影响下紧缩财政,已经对欧洲经济复苏产生负面影响。虽然,欧洲社会保障公共开支平均高出美国15个百分点,看似美国财政空间提升比较大,但美国联邦财政也同样受到两党争执的“财政悬崖”的压力。自奥巴马政府执政后,美国也采取了持续削减财政支出的战略。^①根据美国国会预算局(CBO)2013年的测算,由于国防、交通管控、检测等领域的财政开支削减,将影响美国70万个岗位的就业,并影响美国经济增长0.6个百分点。此外,从美国国会预算局的报告中可以看到,金融危机期间的2008-2009年,美国政府的社会保险支出仅小幅提高了1个百分点;随后从2010年开始没有发生变化;金融危机期间支出增长较快的是联邦医疗保险项目,大约增长了2个百分点,并未对经济复苏产生直接的刺激作用。^②因此,后金融危机时期,欧洲和美国执行了近乎同样的宏观经济政策,却从2012年和2013年开始经济增长率出现了“去耦合”现象。欧洲与美国经济增长落差绝对值分别达到3.5%和2.4%,超越二战后任何一个历史阶段的水平。^③美欧两大经济体出现了差异化经济复苏现象,其内在原因究竟是什么?

三 差异化的融资模式导致欧美经济复苏表现不同

传统研究对两个经济增长模式相似的经济体之间经济增长落差变化的分析,较多地是从产业结构变化入手,如领先产业对于经济体生产率的改进和产出的影响等。^④

^① 2013年3月美国启动“自动减赤计划”,当年压缩财政开支850亿美元,其中一半是国防开支。根据美国国会预算局(CBO)2014年4月的最新报告,2009年美国财政赤字占GDP的9%,2014年美国财政赤字将下降为2.8%,为4920亿美元,相较2008年危机以来五年年均赤字7%,进行了大幅收缩。美国财政赤字情况目前好于欧洲,具体报告参见http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/45230-APB_1.pdf,2014年5月6日访问。

^② 奥巴马政府推行的医保改革在国内被共和党批评的主要理由是,政府开支增加没有直接刺激经济,美国国会预算局的报告参见http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/44521-LTBO2013_0.pdf,2014年5月6日访问。

^③ 数据来源于国际货币基金组织:《世界经济展望2014年》,<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>,2014年5月3日访问。

^④ 如2008年巴特·阿克(Bart Ark)等人使用相关数据对欧美劳动生产率增长进行了长时段分析,证明了由于知识经济效应,美国1973-1995年的年化劳动生产率较欧洲高出1.3%,而在1995-2006年,在美国信息产业增长刺激下扩大到2.6%。该研究为劳动生产率和产业变化两个视角相结合的经典研究,具体参见https://www.cerge-ei.cz/pdf/events/papers/081107_t.pdf,2014年4月7日访问。

当然,也有研究采用更为宏观的研究视角,关注法律、金融体系对于经济体的长期影响。^① 而比较典型的从金融结构差异视角关注欧洲与美国经济结构差异性的研究,最早来自1997年杰瑞米·格林伍德(Jeremy Greenwood)和布鲁斯·史密斯(Bruce Smith)两位学者。他们用纯理论模型证明了美国的证券市场融资方式比欧洲的银行直接融资方式更能长期促进经济增长;^②2008年金融危机之前,这方面的跟踪研究来自欧洲央行研究中心主任费奥雷拉·费奥雷(Fiorella De Fiore)等人。他们同样采用模型研究,对美国依赖债券融资和欧洲依赖银行融资的结构差异进行了分析,并提出这种差异会对人均GDP增长产生不可忽略的影响。^③ 但这些研究均出现在金融危机之前。金融危机、特别是欧洲债务危机爆发后,有学者继续将关注点放到欧美金融体系差异性问题上,包括这种“差异性”对于经济复苏可能产生的影响。如朱利安·阿拉德(Julien Allard)和鲁道夫·布拉里(Rodolphe Blary)在2011年运用17个国家的样本,实证分析了1960-2007年84次经济复苏进程,得出市场导向型金融结构国家的复苏快于银行导向型金融结构国家的结论。^④ 但这个研究的样本还是此次金融危机前的各次经济衰退。比较接近本命题的研究,是2013年欧洲著名智库布鲁盖尔(Bruegel)的研究人员索特·达瓦斯(Zsolt Darvas)采用历史数据进行的实证研究。他证明了信贷缺乏对于经济复苏的影响,但同时指出,在危机下也有部分经济体在信贷缺乏的条件下实现了增长,并探讨了目前欧洲在缺乏信贷支持的背景下经济能否实现增长的问题。但他的研究结论趋于乐观,认为欧洲经济复苏可能出现特例。^⑤ 上述研究虽然侧重点不同,结论各异,但均指向同一个问题:欧洲与美国在金融结构上有较大差异,这种差异是否对经济增长产生长期影响?而我们关心的是,既然欧美金融结构有重大差异,那么它是否是导致欧美经济复苏差异的主要原因?以下,笔者采用实证比较数据,就上述问题展开具体分析。^⑥

① 该项典型研究来自1998年哈佛大学拉法拉·珀塔(Rafael La Porta)等人,他们使用49个国家的数据比较了不同法律体系,如英美普通法、欧洲大陆不同法系对于股东保护的影响差异及对金融市场的影响,为采用金融比较视角研究不同国家经济增长开创了新的领域,具体可参见<http://raptor1.bizlab.mtsu.edu/s-drive/TEFF/la-wandfinance.pdf>, 2014年4月7日访问。

② 具体研究可参见<http://www.jeremygreenwood.net/papers/g97.pdf>, 2014年4月7日访问。

③ 费奥雷拉·费奥雷(Fiorella Fiore)等人的具体研究,可参见http://www.snb.ch/n/mmz/reference/sem_2005_09_uhlig/source/sem_2005_09_uhlig.n.pdf, 2014年4月7日访问。

④ Julien Allard and Rodolphe Blary, "Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Economies?", IMF Working Paper, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11213.pdf>, 2014年4月7日访问。

⑤ 具体研究可参见<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit/>, 2014年5月3日。

⑥ 如无特别注明,本文数据来源于IMF和ECB数据库。

(一) 欧美差异化的融资模式

早在 1962 年,金融历史学家格舍克隆(Alexand Geschenkron)就以欧洲为背景,研究了英国的市场融资模式与德国、法国的银行融资模式的差异,开创了这个领域的研究。^① 1995 年,富兰克林·艾伦(Franklin Allen)和道格拉斯·盖尔(Douglas Gale)等人分析了欧洲以德国为代表的银行主导融资模式,并与美国以债券和股票市场主导的融资体系进行了比较。^② 他们使用的衡量指标包括银行规模占 GDP 的比例、银行贷款的总量与 GDP 的关系、家庭存款规模和储蓄率等,这些指标在银行主导型的融资模式中要高于市场主导型融资模式。反之,交易性债务和股票权益等证券的规模和市场交易规模,则在市场类型的融资模式中占有更高的比重。

如果沿袭上述分析视角,运用实证数据比较欧美银行业当前的特征,我们可以看到:从静态的存量而言,截至 2011 年,欧盟国家银行总资产占 GDP 比重的平均值达到 370%,而美国的银行资产占 GDP 的比例只有 82%,不到欧盟平均水平的四分之一;而从动态变化角度看,从上世纪 90 年代中期开始,欧盟国家银行占 GDP 的比重持续上升,从 1995 年的 203%提高到 2011 年的 370%,增长幅度为 82%,而美国同期增长仅为 49%。这显示了在 90 年代开始的全球金融膨胀中,欧洲银行业得益于加速的欧洲一体化进程,实现了更为快速的扩张和爆炸式增长,并进一步导致了欧洲与美国金融体系中银行地位的差异性继续扩大。^③

(二) 金融危机对于欧美银行业信贷扩张的不同影响

评估与分析银行业在经济体融资中所发挥的作用,最典型的和通用的指标是银行对私人部门信贷总量占该国 GDP 的比重,或者称直接融资比重。

欧盟国家中银行贷款占 GDP 的比重,自 2000 年开始就超过了 100%,在金融危机前的 2006 年达到 121%,而 2011 年达到的平均值为 136%。而美国从 1997 年开始,这一比例始终稳定在 50%上下,2011 年的数据为 55%,不到欧盟平均水平的一半(见表 3)。

① Alexander Geschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, 1962, Cambridge, MA: Harvard University Press.

② Franklin Allen and Douglas Gale, "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US", *Europe Economic Review*, Vol. 39, 1995.

③ 本数据来源于欧洲智库布鲁盖尔(Brugel)研究报告"The Changing Landscape of Financial Markets in Europe the United States and Japan",第 41-61 页, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/774-the-changing-landscape-of-financial-markets-in-europe-the-united-states-and-japan/>, 2014 年 4 月 7 日访问。

表3 欧盟与美国银行对私有部门信贷总值占 GDP 的比重(%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
欧盟	88	91	94	100	103	104	106	109	115	121	129	136	141	140	136
美国	48	49	49	51	52	52	53	55	57	59	62	62	59	57	55

数据来源:IMF 数据库, <http://fas.imf.org/>。

由于银行对所有私有部门的信贷总量,除了对企业的贷款之外,还包括银行对保险、养老金等金融机构以及个人消费者的房贷抵押等贷款。所以,如果想进一步深入考察银行贷款在企业融资渠道中的重要性,就需要比较银行对非金融企业的贷款总量占 GDP 的比重。而数据显示,2008 年美国银行对非金融企业的贷款总量占 GDP 的比重为 23%,欧盟是 48%,欧盟是美国的两倍多。金融危机爆发后,全球银行资产负债表恶化的压力,导致美国与欧盟国家的银行业均出现了信贷萎缩。欧盟从 2009 年峰值的 49%,下降到 2011 年的 40%,而美国同期则从 21%下降到 18%,欧盟下降 9%,而美国仅减少了 3%。考虑到欧盟银行业贷款占 GDP 的规模本身高于美国两倍的杠杆效应,欧盟国家银行业信贷萎缩实际上远比美国严重。欧洲央行数据显示,从 2008 年美国雷曼公司倒闭开始的全球金融危机阶段,欧元区银行收缩贷款 2000 亿,而 2011 年欧元区债务危机爆发后,截止到 2013 年欧元区又收缩贷款 4000 亿,这对欧洲实体经济产生了重大影响。^①

(三)金融危机对欧美证券市场融资产生的不同影响

对于企业发展需要的融资途径而言,如果在银行信贷萎缩的情况下,企业还可以从证券市场获得资金来支撑实体经济,其途径可以是债权融资,也可以是股权融资,还可使用各类新型的资产证券化工具,以下结合上述方面对欧美金融市场结构特点进行分析。

在考量债权市场融资渠道时,一个比较重要的指标是公司债券总值占 GDP 的比重。2011 年,欧盟国家公司债券总值占 GDP 的比重不到 15%,而美国的这一数值高达 35%,是欧盟的两倍还多。这一数据对比再次证实了美国是证券市场为主导的融资模式的代表。

如果仔细观察从 1995 年到 2011 年欧盟债券市场的变化,可以发现:这一时期,欧

^① 具体研究分析报告,参见 http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000333212/Tight+bank+lending%2C+lush+bond+market%3A+New+trends+in+European+corporate+bond+issuance.pdf, 2014 年 5 月 6 日访问。

盟证券市场还是发展得比较快的,特别是从 2000 年开始公司债券总值占 GDP 的比重从 10% 提高到 2011 年的 15%。但美国的债券市场一直比较活跃,其债券总值占 GDP 的比重自 1995 年起就一直超过 20 个百分点,到 2011 年已经达到 35% 左右。而从债券发行的特点来看,德国银行研究所的研究显示,2008 年金融危机之前,欧洲公司债券年发行量一直低于美国,年平均发债 3000 亿美元,虽然 2009 年欧洲的非金融发债量首次超过美国达到 6000 亿美元(美国为 5500 亿美元),表明在银行信贷全面收缩的情况下,公司债券市场成为企业资金需求的一个补充。但随后,美国债券市场恢复强劲,持续保持发债量高出欧洲 35% 的年发债水准,2013 年创纪录地达到 7390 亿美元规模,而欧洲同期为 5930 亿美元。^① 因此,虽然欧洲公司发债量在“信贷缺口”的压力下,近几年也显示了强劲的增长态势,但由于欧洲债券市场总存量比例太低,年发行几千亿规模的公司债券,相比总信贷规模高达 20 多万亿的银行资产和对非金融企业 4.5 万亿左右规模的信贷而言,^②对实体经济影响是杯水车薪、作用有限。

除了公司债权融资外,权益融资也是考察经济体融资特点和融资规模的显性指标。最典型的指标是股票市值占 GDP 的比例。比较欧洲与美国股票市值占 GDP 的比例,我们可以看到,美国从 1996 年开始该项数据始终维持在 100% 以上,而峰值是在 1999 年创造的;即使在金融危机爆发的 2008 年,股票市场快速下跌的情况下,其市值也达到 GDP 的 83%,随后快速恢复到 100% 以上,这充分显示了美国作为全球金融市场的活力和国内公司良好的盈利能力。而欧洲显得相对落后,其峰值 100% 是在欧洲一体化高峰期的 2000 年创造的。此后,该比重持续下降,2011 年仅为美国市场的 41% (见表 4)

表 4 欧盟与美国股票市场总值占 GDP 的比重(单位:%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
欧盟	41	49	61	78	100	100	80	61	69	72	74	92	92	41	60	65	43
美国	93	109	137	154	179	153	135	105	129	138	135	146	143	83	109	119	104

数据来源:IMF 数据库, <http://fas.imf.org/>。

除了考察股票市值占 GDP 的比例外,金融市场交易活跃度和交易规模可以用股票市场营业额占 GDP 的比例来衡量。数据显示,2011 年,美国股票市场营业额占

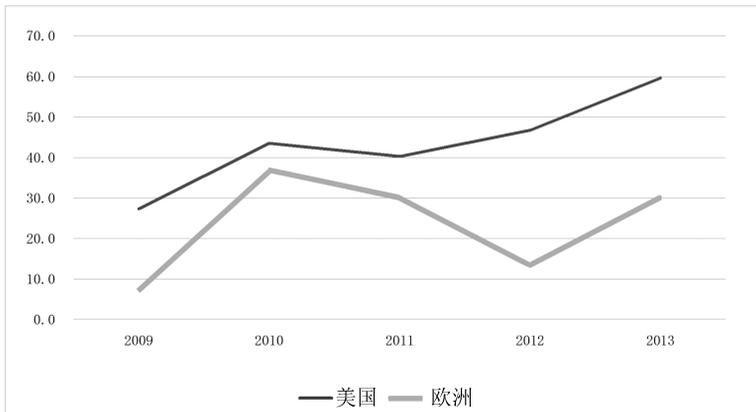
^① http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000333212/Tight+bank+lending%2C+lush+bond+market%3A+New+trends+in+European+corporate+bond+issuance.pdf.

^② 数据来源参见 <http://fas.imf.org/>, 2014 年 5 月 16 日访问。

GDP 的比例为 403%，而欧洲仅为 58%，美国为欧洲的四倍左右。而该项指标对金融业的直接产出和相关服务性行业的间接性产出具有直接影响。

如果说，股票市场规模与股票营业额的比较属于宏观的视角，那么从更直接的企业股权融资来源——股票首次发行(IPO)角度来看，金融危机爆发后的 2009 年，美国 IPO 融资 273 亿美元，欧洲为 74 亿美元；2010 年，欧洲创纪录达到 367 亿美元，但还是低于美国的 435 亿美元；从 2011 年欧债危机爆发开始，欧洲 IPO 融资规模明显收缩，2011 年下降 19%，为 297 亿美元，美国则保持了 402 亿美元的规模；最显著的对比是 2012 年，美国 IPO 融资同比增长 16%，达到 467 亿美元，而欧洲则下跌了 55%，仅为 132 亿美元；2013 年，虽然欧洲 IPO 融资有所恢复，达到 303 亿美元，但美国则高达 596 亿美元，这体现了美国市场的牛市和美国公司资金来源的充沛性(见图 4)。

图 4 欧美 IPO 融资规模比较(单位:十亿美元)



资料来源: EY, “Global IPO Trends Report”, <https://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/EY-Global-IPO-Trends-2014---1---Global-IPO-activity>, 2014 年 5 月 15 日访问。

(四) 金融危机对于欧美新型融资工具的不同影响

除了传统的银行信贷融资、企业发行债券和股票融资等手段外，现代金融创新所提供的各种新型融资手段，如资产证券化、兼并与收购、VC 和 PE 融资^①作为新型金融工具也能给经济体带来巨大的融资潜力，并能带动相关的法律、会计、审计、公关、地产

^① VC 融资是指风险投资基金融资模式，主要针对初期创业性企业，而 PE 融资则是私募股权融资方式，主要针对有稳定现金流和商业模式的企业。这两种现代金融融资模式在美国非常流行，许多著名的美国大型科技公司在创业初期均得到过风险投资基金的帮助。

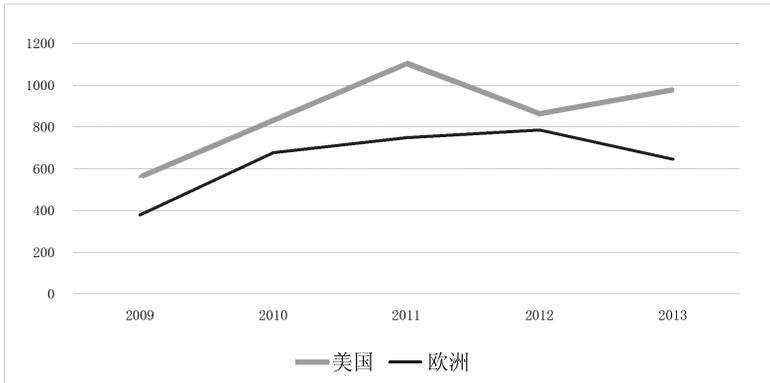
租赁等服务性行业的间接性增长。

资产证券化是近十年来发展最为迅速的一种信贷中介手段。它将传统的银行债务,以资产打包销售给外部资金提供者的方式,进行银行非资产负债表名义下的扩张,从而增加了银行的杠杆水平。从1998年克林顿政府期间的金融管制放松开始,美国银行业加速了该项业务的扩张。美国的资产证券化规模从1998年不到GDP的10%左右,扩张到金融危机前2007年峰值的27.45%,总规模达到4.5万亿美元左右。而导致这一扩张的原因,就是金融危机过程中暴露风险的美国抵押债券通过资产证券化后衍生金融品总量的增加。反观欧洲,其资产证券化规模一直小于美国。金融危机爆发前,欧洲资产证券化规模占GDP的12%左右。金融危机爆发使得美国金融机构经历了快速的“去杠杆化过程”。著名的雷曼公司倒闭带动了美国一大批金融机构破产,抵押债权市场快速萎缩,美国资产证券化占GDP的比率出现了持续的缩减。2011年该项数值达到17%左右。而欧洲出现了奇特的现象,欧洲资产证券化比率持续上升,2011年较2007年提高了4个百分点以上,达到与美国接近的水平。通过美国证券金融协会(SIFMA)的数据分析,可以清楚地看到:在欧洲快速上升的资产证券化组合中,比例最大的是住房抵押支持证券(RMBS),它在2011年的占比高达85%。即使欧洲经历了痛苦的“去杠杆化”,截至2014年第一季度,该比例还是高达30%以上。^①与美国市场化投资人不同的是,欧洲的资产证券化组合绝大部分为银行持有,具有典型的“机构持有”特征。而金融危机和欧债危机中,欧洲没有出现大量的银行倒闭现象,银行持有的资产证券化组合的“有毒资产”,无法通过金融机构破产而快速“出清”。这不仅恶化了银行的资产负债表,同时欧洲整体下跌的房价,也使银行持有的住房抵押资产坏账增加,从而进一步限制了欧洲银行的信贷能力。而美国的情况完全不同。美国住房市场在下跌后的恢复阶段中没有金融机构倒闭。如房利美和房地美等著名的美国抵押担保公司,已经可以通过资产证券化组合的持有盈利。这一点与欧洲截然不同。

在现代金融工具中,除了银行、债券等传统的融资工具外,兼并收购也能为企业发展注入资金和业务组合。从金融危机后美国与欧洲市场的兼并收购规模比较中可以看到,从2009年开始,美国的兼并收购规模平均高出欧洲2000亿美元以上。2011年,美国兼并收购规模创纪录地接近1.1万亿美元,而欧洲则仅有7500亿(见图5),这不仅表现了美国资本市场强劲的活力,同时还显示出美国企业更轻松的外部资金获得性。

^① <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, last accessed on May 15, 2014.

图5 欧美兼并收购规模比较(单位:十亿美元)



资料来源:2014 M&A Report, <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/313694/Securities/2014%20MA%20Report>, 2014年5月15日访问。

除了兼并收购外,非传统金融中最大的金融创新是股权投资(PE)和风险投资(VC)。这些私募股权基金不仅为成熟型企业带入廉价的资本,同时还支持创新型企业的快速发展。以2009-2013年欧美PE融资对比分析看,在2009年市场表现最差的年份,美国PE融资达到90亿美元,随后的年份恢复为152亿美元、267亿美元和158亿美元,2013年则达到328亿美元。而同期欧洲的规模则为8亿美元、95亿美元、28亿美元、14亿美元和146亿美元,与美国存在巨大的落差。如果说PE投资体现了成熟企业融资的特点,那么VC更是体现了中小型创新企业可能获得资金的机会。从上个世纪90年代开始,美国VC占GDP的比值持续领先欧洲。在欧洲表现最好的年份(2000年),VC占GDP的比值为0.2%,与美国的1%相差5倍。而在过去的十年间,欧洲VC占GDP的平均水平维持在0.1%左右,与美国的差距是一倍以上。^①

以上的实证分析对比显示,欧美金融市场结构的确存在巨大的差异。就企业融资渠道而言,美国企业可以通过银行体系外的金融市场,进行有效和恰当的融资和资产再配置,而欧洲企业则严重依赖银行融资。这种依赖性产生的问题是,当金融危机和系统性债务危机来临时,银行资产负债表的收缩马上传导到实体经济,并产生了“信贷瓶颈”和企业周期性融资困难,同时规模过大的银行资产负债表恶化,还带来了巨

^① 数据来源:EY IPO Global Trends, <https://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/EY-Global-IPO-Trends-2014---1---Global-IPO-activity>, 2014年5月15日访问。

大的系统性金融风险,并使央行普通的宽松货币政策失灵。

当然,这里还是要再次提到德国金融体系的某种“例外”特征。德国金融体系塑造了欧洲大陆金融的“模板”。德国模式的特点是,经济体严重依赖银行融资,资本市场发展缓慢。而在金融危机期间,为何德国银行体系能够安然无恙,并维持企业持续融资?其实,核心因素在于两点:首先是德国政府能力强大,其低负债水平,可以使政府有能力向私人金融体系进行注资。根据彼得森国际经济所德国问题专家克柯加德的研究,在2010年全球金融危机阶段,也就是欧债危机全面爆发之前,德国政府向私人银行体系注入的资金高达3053亿欧元,占整个欧元区总额4680亿欧元的65%以上;而整个欧盟除了英国国有化私人银行注入1607亿欧元、荷兰注入527亿欧元外,无论是欧元区,还是欧盟其他国家,几乎没有规模性资本注入银行(西班牙259亿欧元、葡萄牙63亿欧元、意大利41亿欧元、希腊34亿欧元、法国8亿欧元),以缓解银行资产负债表恶化的压力,由此造成了银行资产质量的参差不齐。^①而法兴银行的研究认为,由于银行资本充足率和资产质量出现的差异性,在欧元区内,德国1-5年期100万欧元以上非金融机构贷款的利率不足3.5%,而意大利为5-6%,西班牙为5.5%,呈现了严重的不对称性,德国企业融资成本远低于南欧问题国家;^②其次是差异化的居民净储蓄率水平。储蓄率高低不仅影响国家的投资能力,而且影响银行的放款能力。另外根据克柯加德的研究,德国自上个世纪60年代以来居民净储蓄率一直维持在10%左右,不仅为银行提供了基础存款,同时也为德国对外投资提供了充足的资本。相比同为欧元区的意大利,从1996年开始居民净储蓄率急速下降,目前不到4%。而西班牙居民净储蓄率为8.2%,葡萄牙为-1.8%,希腊为-8%,使得南欧的商业银行无法像德国银行那样,以基础存款扩大货币乘数。这种现象使得同为“银行体系融资”模式的欧洲国家,出现了不为人注意的实质性差别。^③

① 数据来源:<http://www.iie.com/publications/pb/pb14-14.pdf>,第9页,2014年5月5日访问。

② 资料来源:http://finance.ifeng.com/a/20140604/12471680_0.shtml,2014年6月4日访问。

③ 德国银行体系在2010年得到资本注资后,从银行杠杆率、资本支出、债务平均利率水平等各项指标考量,其竞争力均明显优于其他欧元区国家银行体系,具体分析可参见国际货币基金组织《2013年全球金融稳定报告》,<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/01/pdf/text.pdf>,2014年5月5日访问。

四 结 论

比较不同经济体之间的差异化的经济增长动力,涉及的因素相当复杂,如产业创新、劳动生产率、劳动力市场管制模式,还有不同的经济发展模式等等。但就欧洲与美国这两个成熟的经济体而言,它们之间存在相当多的共性,如产业结构类同、差距有限的劳动生产率等。理论上讲,全球化的因素能够带来不同经济体之间经济运行方向的“趋同性”,而这也是金融危机前各种理论与实证研究所证明的。但比较此次金融危机后的美欧经济“差异化”复苏,我们可以清楚地看到,金融结构差异是影响美欧经济表现不同的最重要因素。

首先,就金融结构差异导致不同的金融危机的处置方式而言,在金融危机和欧债危机解决中,欧洲国家政府采取了与美国完全不同的方式,着力于保护银行免于破产。而美国则不然,金融危机期间数千家金融机构倒闭,包括雷曼兄弟控股、华盛顿互助银行等知名的金融企业。美国金融体系正是通过“市场出清”的方式进行了坏账处置。而欧洲没有进行同样的处置方式,如德国、英国、荷兰等国家采用的是政府注资模式。这是因为欧洲严重依赖银行融资,银行业资产占GDP比例过高。如果采用美国的处置方式,会引发不可控的系统性崩溃风险,产生“银行业绑架政策”的被动局面。因为大量的“有毒资产”被隐藏在银行资产负债表中,且欧洲银行习惯于相互交叉持有资产,因此,当整体市场资产价格水平下跌、坏账增加时,迫于“巴塞尔协议”对于银行核心资本金的基本要求,欧洲银行被迫收紧信贷,从而导致了信贷标准被动提高,产生了信贷“供给缺口”。如果这个“资金缺口”可以通过债券、股票融资和其他金融创新工具解决,如同美国那样,那么金融市场在经历短暂剧烈萎缩后,会产生一个正常的修复。但欧洲的麻烦是,除了银行融资外,其他融资工具在欧洲所占份额太低,银行的信贷萎缩直接影响了实体经济,并反向影响了信贷需求。根据欧洲央行(ECB)2014年4月的最新统计数据,在信贷供给方面,无论是对企业,还是住房、消费信贷均出现了收缩,而信贷需求同样也降到历史低点,形成了供给与需求同时下降的恶性循环。^①

其次,比较央行宽松政策的效果,自金融危机特别是欧债危机爆发以来,美联储和欧洲央行均采取了超常规的货币政策手段,即在下调基准利率接近零水平的同时,通

^① http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201404.pdf?c306571c8c7c155979c17b29c89c69b8, last accessed on May 15, 2014.

过央行大规模购买金融资产,以缓解市场的流动性缺乏,为商业银行减轻压力。而对比这种“量化宽松”货币政策实施的效果,可以看到:美国金融市场已经渡过最危险期;美国股票市场已经创出金融危机爆发之前的新高;美联储购买的各种抵押债券资产,由于市场的激活和价格恢复,已使美联储接近于完成本轮“量化宽松”的历史使命,并开始持续削减资产购买规模,预计美联储会在2015年彻底退出“量化宽松”政策。结果是,在美联储“量化宽松”政策的作用下,美国的实体经济正在缓慢恢复中,失业率呈现稳健下降态势。而欧洲的情况完全不同,虽然欧洲央行也同样实施了大规模资产负债表扩张,如前文所述,欧洲央行在规模性购买欧洲主权债券的同时,还向欧洲商业银行注入大规模的流动性,以避免欧洲银行抛售持有的各国主权债券,从而引发欧债危机“重灾区”国家的主权债券利率失控。尽管欧洲央行的资产负债表在2008年后也快速扩张了近4万亿欧元,但结果显示,欧洲央行大规模向商业银行注入资产,仅仅是缓解了欧洲银行的流动性压力,欧洲商业银行的资产负债表没有得到本质上的修复,央行注入的流动性只在金融体系内循环,而没有进入实体经济,形成了“货币空转”现象。而导致这一现象的根本原因是,除了欧盟条约限制欧洲央行能力和德国等国的反对,^①欧洲银行规模大、资产质量差以外,就是欧洲金融市场融资能力弱,缺乏美国特有的“双轮驱动”效应(银行、金融市场)。这种金融结构的差异,导致了几乎同样的货币政策却产生完全不同的效果。^②

最后,就更宏观的国际政治与经济比较视野而言,在金融危机刚开始阶段,面对美国金融企业的倒闭恐慌和欧洲金融市场相对平静的表现,国内外学术界均出现了“新自由主义”和“凯恩斯主义”的优劣之争。偏好于欧洲政府干预模式的学者,大力追捧欧洲政府对银行注资的政策,并认为金融危机引发的美国金融体系崩溃,是“金融自由化”下新自由主义经济政策导致的恶果。但后金融危机时代欧美经济复苏差异化进程显示:更市场化的美国金融体系,虽然由于金融企业杠杆的扩张会引发金融体系风险,但这个风险还是可以通过金融企业破产而进行市场转移的;美国有弹性的、多层次的资本市场,虽然短期波动大,但“市场出清”完成后的恢复能力也比较强,政府有

① 有许多研究也倾向于“欧债危机政治解决”方式,希望德国能够突破不救援原则。但我们应该看到,这个底线的突破,事关欧盟条约和欧盟性质的核心。

② 欧洲央行已经注意到这个问题,在2014年6月5日的利率决策会议息会议上,欧洲央行采取了比美联储更激进的行动,不仅将存款利率下调为负,同时再融资和隔夜贷款利率也进行了下调,其目的是逼迫商业银行撤回7000亿欧元规模的隔夜存款,迫使其放贷。同时欧洲央行还计划直接“下场踢球”,通过购买ABS,直接干预企业融资,但是由于欧洲金融市场结构有缺陷,欧洲与中小企业贷款有联系的ABS规模太小,仅为1200亿欧元,而即使考虑到欧洲全部市场规模,符合欧洲央行购买标准的ABS未偿债券也仅为7600亿,欧洲央行的努力是否能够像美联储那样成功,还有待观察。

力度的干预(美联储货币政策)在关键时刻稳定金融市场信心后,美国金融体系的融资功能依然能够按自我惯性运转。相比之下,虽然欧洲国家政府的注资努力短期带来了“欧洲金融模式”的独特与风光,但缺乏市场融资途径、严重依赖银行融资的欧洲模式,遇到系统性金融债务风险后马上就出现了银行资产负债表恶化这个难解的问题,并使实体经济复苏困难长期化。因此,凯恩斯主义带来债务后移与隐性问题长期化,对比新自由主义“市场出清”的短期阵痛,究竟孰好孰坏,还有待观察。

综上所述,由于现代金融工具的发明,金融市场结构差异不仅是经济体融资特点的不同,同时还将直接影响实体经济的运行和危机后经济复苏。欧美金融市场差异化对比,包括其对经济恢复的不同影响提示我们:一个健康的金融市场,包括其结构配置合理,会使经济体更富于弹性和市场化,美国显然在这个方面要好于欧洲。尽管我们认为欧洲庞大的人口、经济规模基数、包括政府高福利开支模式造成的“制度黏性”,可能是欧洲经济复苏慢于美国的一个合理的解释,但实证数据检验和欧洲央行最新政策分析表明,债务危机下的信贷收缩难题已对欧洲经济产生了深刻影响,而缺乏结构合理、多层次以及富有市场传导性的金融体系模式,已经使欧洲出现了“日本式通缩”的前兆。^① 虽然我们不能认为金融结构缺陷,是欧洲经济复苏困难的全部原因,但谁也不能否认,它是欧洲经济恢复缓慢和痛苦的内在深层原因。

(作者简介:余南平,华东师范大学国际关系与地区发展研究院教授、欧洲研究中心副主任;责任编辑:宋晓敏)

^① 德国十年期国债收益率自2007年开始持续下跌,目前在1%左右。对比同期日本“失去十年”的国债收益率走势,可以发现两者惊人的相似。而日本的金融体系与欧洲也非常相似。上世纪90年代,日本为了避免银行破产而大量注资,充沛的日元没有提振日本经济,反而使日元充当了国际“交易货币”,而欧洲央行2014年6月提出的可能的资产购买计划,是否也会使欧元成为“国际交易货币”,还有待于实践检验。