

<<欧元崩溃>>

图书基本信息

书名：<<欧元崩溃>>

13位ISBN编号：9787509533437

10位ISBN编号：7509533430

出版时间：2012-4

出版时间：中国财政经济出版社一

作者：布伦丹·布朗

译者：秦永生

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

## <<欧元崩溃>>

### 内容概要

《欧元崩溃：欧洲货币政策失灵的启示》提出了国际经济和金融的头号问题：全球信用泡沫的形成和破裂的原因。

在当前各种追究责任和寻找对策的研究中，欧洲货币联盟和欧洲央行迄今还处于范围之外。

本书作为上一本在全世界备受推崇的《欧元困局》的续篇，更正了一些错漏。

本书认为，具有本质缺陷的欧洲货币联盟以及欧洲央行的重大错误决策在经济和金融危机中负有不可推卸的巨大责任。

布朗博士还探析了包括重构欧洲银行货币结构在内的一系列改进欧洲货币联盟职能的补救措施。

## <<欧元崩溃>>

### 作者简介

布伦丹·布朗是英国的一位国际经济学家，他著有很多关于国际金融问题的作品，涉及美国、欧洲和日本货币问题以及全球背景下的资产市场价格（包括汇率）。

这些著作既关注当前的问题，也着眼于历史性课题。

他曾就读于芝加哥大学和伦敦经济学院。

布朗博士也经常出现在日本和欧洲的金融类媒体上。

曾著有《联邦储备的全球诅咒》和《什么吸引着全球资本流动》等热门畅销书，所著关于欧元的著作被《国际商业评论》誉为“欧元怀疑论者的圣经”。

## <<欧元崩溃>>

### 书籍目录

- 第一章 对欧元的指控
- 第二章 欧元泡沫的由来
- 第三章 泡沫破裂
- 第四章 审判
- 第五章 采用什么拯救方案？

## &lt;&lt;欧元崩溃&gt;&gt;

## 章节摘录

泡沫破裂（摘自第三章原书P83-124）大西洋两岸的货币政策引发了全球信贷泡沫（2003年7月）及随之而来的泡沫破裂，也许这些政策尚且不足以称之为“灾难性的”，但相距“灾难”又有几步之遥呢？

关于“灾难”本身的定义与理解，仍将会是一个长期讨论的历史性争论话题。

从2010年这一年来观察，21世纪前十年发生的与货币混乱（尤其是在美国和欧洲）相关的全球混乱和困境（无论在经济、政治还是地缘政治方面）--如果可以这样描述的话--似乎比大崩盘和大萧条时期（如1929-1935年）的程度较低。

20世纪30年代的货币民族主义极大程度地导致一系列可怕的欧洲政治和地缘政治事件，而现在还没有出现相同程度的货币民族主义。

这样比较并不非常恰当！

欧洲难道还会比欧洲最大的经济体（德国）当年的遭遇更加糟糕吗？

德国或许经历了现代史上最为严重的信贷和房地产泡沫与破裂之后的阵痛，痛苦地体验了极度紧缩的货币政策，而此时在（1929-1931年）大萧条已经出现的情况下，德国的政策制定者（甚至是主要外国资本的好心的政策制定者）几乎完全无视本国货币（德国马克）贬值或浮动的可能性。

即使保持警觉，考虑到德国对道威斯计划（Dawes Plan）的承诺，到这一步仍有很多障碍。

道威斯计划是1924年由美国发起制定的一项条约。

根据该条约，为了稳定恶性通货膨胀之后的德国货币，魏玛共和国获得一笔国际贷款，重新制订赔款计划--从而维持马克和金元之间的固定平价（参阅布朗，1986）。

在德国陷入困局的同时，另一个欧洲经济大国（英国）实施了损人利己的货币贬值政策（1931年9月），使其他很多执行金本位制国家的信心严重受挫（法国是一个重要的例外，该国在1926年8月以极低的汇率水平恢复金本位制），特别是美国最为严重。

然而，现今货币动荡（或灾难？

）重复了早期的货币灾难。

对于坚信人类会不断进步的人们而言，这种货币动荡是如此可怕，如此令人烦恼。

在米尔顿·弗里德曼90寿诞聚会上，美联储主席的一位著名货币经济学教授曾说，全世界永远再也不会重犯大萧条时期的货币政策错误了。

人们有充分的理由质疑这名教授是否从那些错误中吸取了教训。

美国和欧洲没有取得货币政策的进展吗？

这名教授（本·伯南克）曾经是扩张性货币政策（引入通货膨胀）的主要支持者（这可追溯到2003年）。

这种货币政策首先在制造泡沫中起了关键作用（即使这应该是艾伦·格林斯潘任期时的责任）。

事实上，针对美国20世纪20年代在纽约联邦储备银行行长本杰明·斯特朗领导下的货币政策，“新奥地利学派”提出了许多批判性意见（参见罗斯巴德，1972）也可以用来批判格林斯潘-伯南克的美联储。

当真正的动力（技术改革和贸易条件改善引起的劳动生产率增长）对商品和服务价格的均衡水平产生影响时，美联储则正在为促成价格水平的稳定或温和上涨创造各种条件。

美联储这么做的结果导致了货币严重失衡，主要症状是信贷和资产市场的急剧升温。

其他批评家们，尤其是约翰·泰勒（2009）强调忽略货币规则（他正是因此而出名的--所谓的泰勒规则）--比米尔顿·弗里德曼的规则复杂得多--是如何埋下了危机的种子。

然后，与米尔顿·弗里德共同编著《美国货币历史》的合著者安娜·施瓦茨则认为，伯南克教授将2007年夏季爆发的危机误判为流动性危机（类似1930年秋季），事实上这是一场破产危机（在1929-1933年时期，弗里德曼和施瓦茨将其看作实际破产问题，只不过在大萧条时期很晚才爆发）（参见施瓦茨，2009）。

由于没有可用的紧急方案来应对雷曼公司面临破产的威胁，这次误判导致了2008年9月中旬那个致命周末的出现。

## &lt;&lt;欧元崩溃&gt;&gt;

约翰·泰勒为支持这一观点提供了更多的重要证据（参见泰勒，2009）。

最终，批评周期性微调的人指控伯克南教授，认为他犯了比饱受批评的本杰明继任者乔治·哈里森更为严重的错误（参见梅尔泽，2004）。

在1929年10月华尔街大崩盘后，哈里森没有采取措施阻止对无风险利率（包括国债和短期政府债券利率）立即下跌到实际到零的水平。

联邦储备银行当时已向银行系统提供了足够多的存款准备金（相当于扩大基础货币的供应）。

后来，美联储为了遏制住无风险利率大幅下滑至零，向最弱的银行提供了一种新的对冲贷款，同时出于实现准通货膨胀目标的考虑，试图阻止利率总体水平下滑。

事实上在2008年10月初金融恐慌最严重的那段时期，美联储主席伯南克令人难以置信地宣布了一个创新想法，即向存款准备金支付利息，目的是严格控制无风险利率，避免无风险利率跌落至官方默许的目标范围之下。

然而，无论美国重复的错误（20世纪20年代末和30年代初的错误）有多么棘手，都不如欧洲的情况更糟糕。

如同美国发生的情况那样，欧洲央行的政策制定者们推崇准通货膨胀定标（即设定准通胀目标战略---译者注。

没有欧洲央行官员会承认这一点！

），他们无视实体的（非货币的）力量（比如劳动生产率增长、贸易条件的改善或者经济周期的动态），而这些可能会价格水平下降。

同时这些官员根据原则，对任何程度的货币自动驾驶都持怀疑态度，或者不感兴趣（鉴于欧洲货币联盟的新鲜感和成员国之间经济条件的广泛多样性，这有一些道理）。

欧洲央行的官员们显然没有对来自美国的金融和经济危险保持足够的警惕（如果有的话）。

即使欧洲货币联盟的第一个重要理由是，在美国货币冲击出现之前，联盟就已更大程度地保护了成员国的利益！

尽管美国货币失衡最终引发了没人希望看到的2003-2004年间的欧元对抗美元，欧元塔内已有的用来侦测现在或即将到来的美国货币冲击的任何可能的警报系统都失灵了。

确实，法兰克福有（货币政策总体效果很差）借口说仪表盘不可靠（货币联盟是新成立的，难以用M3数据解释），并且要使一项政策适用于联盟所有成员国比较困难，因为联盟要比美国更具有区域多样性、灵活性更差（不管是相对工资、相对价格或者区域间劳动力流动）。

虽然那是一个欧洲货币联盟成员国自己造成的问题。

已批准入盟的民主国家一定认识到了要实现潜在利润需要付出的巨大代价（尽管一些耍嘴皮子的欧元商人可能不会提出这个问题！

）。

赞成的选民（截至目前为止要取得他们的支持）不可能想到（就如同针对小概率事件一样肯定）

的是，政策框架错误和以后要出现的货币政策制定失误有多么严重。

这两个错误都出现在全球信贷市场升温，后来又开始急剧下降的时期。

是的，这些错误与美国的错误很相像，最终造成的影响却更严重。

这些是发生在我们要讲的故事之前的事情。

欧洲央行（和美联储）没有及时诊断支付能力的问题 2007年夏末，如果欧洲央行（和美联储）仔细观察当时的情况，他们会发现，许多证据表明已经潜伏着支付危机了（参见施瓦茨，2009和泰勒，2009）。

这两篇文章强烈地批评伯南克教授领导下的美联储，同样没有作出正确诊断，从而对美国及全球经济造成了巨大的损失）。

例如，由银行间信用等级最高的、优质政府债券担保的回购交易利率仍然保持稳定，可是银行同业市场（迄今为止任何贷款人都可以获得资金）无担保利率却像担保贷款（回购）一样出现急剧增长，而担保贷款中的抵押物是以优质政府债券形式出现的（如AAA评级的抵押贷款担保票据）。

在整个信贷市场，尤其出现了包括银行（和银行间）信贷市场，突然对风险的重新评估（意味着支付能力危机）的背景下，2007年8月9日欧洲央行紧急决定，以固定回购利率（实际上是每年4%的



## &lt;&lt;欧元崩溃&gt;&gt;

无风险利率)向所有需要资金的银行提供(用于任何合格抵押物--不仅限于优质政府债券的)担保资金,这势必会带来大量的往返资金。承蒙欧洲央行的好意,资金回流的银行通过资产抵押商业票据还本付息、到期银行同业贷款,或者由抵押担保票据担保的回购协议获取资金,然后卷款而逃。这些银行又能逃到哪里呢--要不是欧洲央行这么愚蠢(否则这些银行只能求助于短期德国国债)!欧洲央行按照比回购利率仅低一个百分点的水平维持其存款工具利率(实际大约是3%左右),而且拥有盈余资金的银行(由于上文所说的资金回流)现在只不过将资金存在欧洲央行。一些拥有可用盈余资金的银行,继续在严格限制内(并且只有在银行认为安全的情况)按照欧洲央行设定的目标利率(每年4%)发放贷款。

如果欧洲央行认为这是一场流动性危机的观点是正确的,那么不出几天或几周,就应该会出现资金回流。

以原利率为标准的银行同业贷款本来应该已经回流,欧洲央行也可以从中撤出了。

当然根本没出现这种情况!

欧洲央行似乎是由于知识储备不足和缺乏正确的分析,在无意间为银行建立了一座完整的担保贷款金字塔(多数担保贷款是不断恶化的不良资产,如来自西班牙或英国的所谓的AAA级住房抵押担保证券)。

如果没有欧洲央行的干预,这些银行要饱受更低利率的巨大压力,并且在几个重要事例中(最弱的银行),要大幅超过任何可用的市场利率。

与此同时,欧洲央行成功地使(那些能够在隔夜市场获得资金的银行,尽管银行间限制已经减少)隔夜拆借利率维持在大约4%的官方回购利率水平(当然,在回购协议和隔夜存款市场之间存在套利交易,使得两者保持一致)。

有盈余资金的较弱银行的套利业务意味着无风险利率(以欧元短期政府债券计价)仍保持在那个水平左右。

欧洲央行(以及美联储)忽视更有效的危机应对措施。8月9日和10日,欧洲央行针对危机实施大规模应对措施,但结果却与正确的市场解决方案或者与总体经济平衡相一致的解决方案相去甚远。在欧洲货币联盟刚刚成立时建立的货币框架--特别是仅以略低于官方利率标准,向超额存款准备金支付利息,并强调对微观官方利率变化的宏观管理--需要对为何没有制定出一个更好的解决方案所进行的任何的严肃调查作出解释。

那么本应该采取什么措施应对危机呢?

下面介绍一下其主要因素。

首先,由于存在与可能隐藏在各个银行的不透明风险相关的高度不确定性,但是可以立即推定这些风险存在差异性(人们可以怀疑,一些银行比其他银行的情况更糟糕)。

欧洲央行设定一个统一的固定隔夜利率的操作策略就不再是明智之举了。

即使在隔夜无担保拆借市场上,较弱的银行(这些银行无力偿付的危险可能更高)也应该比状况稍好一些的银行支付明显更高的利率。

实际上,欧洲央行的操作战略本该从盯住银行同业隔夜存款市场利率改变为设定基础货币的量化目标。

显然,不可能在一片恐慌中精确实施这种操作策略,以确保无风险利率下降至零。

此外,欧洲央行本来可以在完全以优质政府债券的利率水平在短期政府回购市场实行盯住利率(如果按照远低于危机前官方回购利率水平实行盯住定利率,可能早就已经大幅下滑至零利率)。

其次,欧洲央行本不该阻止无风险利率和高风险利率之间形成大幅利差(取决于交易对手),无论是短期债券还是长期债券。

欧洲央行也不应该采取行动,防止优质政府债券担保的回购利率和不良抵押品(尽管AAA级),如英国或西班牙的抵押贷款,担保的回购利率之间形成大幅利差。

而是应当采取“自由放任”方式,允许市场决定(与支付能力或信贷风险相关的)利差,欧洲央行应该消除各种(阻碍发挥市场决定作用的)障碍--特别是现在存款工具(银行可将超额资金存入央行的存款工具的)利率大大高于均衡利率(当时固定在年率3%),以及现在多数情况下,是无抵押贷款收取的较高的抵押贷款利率(每年5%,只比官方回购利率高一个百分点)。

## &lt;&lt;欧元崩溃&gt;&gt;

最理想的方式是欧洲央行已经将（该行存款的）隔夜利率降至零（这意味着，规避风险的银行如果将资金存放在欧洲央行将无法获得利息，他们将不得不把这些资金投向短期政府债券，从而推动这些债券的收益率降至零，要么就要冒一定风险，按照较高的利率发放贷款）。

欧洲央行本来应该（按照正常谨慎的标准）严格按照伦巴第利率（Lombard rate，指中央银行向商业银行发放证券抵押贷款的利率--译注）发放贷款，因为伦巴第利率本身确定了可变的水平（每个连续份额以比官方回购利率更高的利差借款）。

欧洲央行面向合格抵押品发放的贷款额度，也应该按照正常的做法加以限制，按照市场发展情况，向非政府抵押品担保贷款收取高于政府抵押品担保贷款的利率。

第三，无风险利率市场出清水平是短期政府债券市场或者政府债券担保短期回购协议市场的基础。

在对其估算时，欧洲央行本来应断定当时的市场出清水平肯定远低于危机前夕的水平。

（从绝对水平来看）更高风险信贷的所有利率升高的必然结果（从经济总量平衡来讲--包括从现在的恐慌状况恢复到完全平衡的最优路径），必定有一个更低的无风险利率水平。

此外，在金融危机的新的现实情况下，这种可能性无疑加剧了正在出现的经济衰退，增加了向下修改无风险利率当前水平估计值的理由--使之大大低于中性利率或自然利率的基准水平，而这种利率水平是以最终不变的经济长期均衡路径为基础的（信贷泡沫的破裂将意味着路径的改变，并且以降低自然利率这种方式作出改变，这是很合理的）。

比上述更重要的是降低对通货膨胀的警惕，提高对萧条的警觉性，这是合理的。当然，欧洲央行偏爱计量经济模型。

但在目前极不连续的情况下，任何以这样程序作出的预测，都必须极为谨慎。

无论如何，衰退或萧条都可能在金融体系内引发更为严重的有关支付能力的恶性循环。

第四，紧迫的问题应当是，即使按照流行的已拉宽的利差也无法在市场募集足够资金的银行怎么做办，谁会为了获得伦巴第贷款或者担保贷款而站出来挑战欧洲央行正常的审慎性限制。

这不是一个新问题--这个问题可以追溯到金融史著作中关于谁是最终贷款人的完整讨论。

在发挥最终贷款人作用时，央行首先确定缺乏现金的机构是否仍具有支付能力。

在为这些机构寻找解决方案（或是新股资本募集或并购）的时候，如果央行发现这些机构仍有支付能力，就向其发放贷款，尽管是按照较高惩罚性息率，相比之下，若央行（或监管机构）确定该机构无偿付能力，但持续经营或净资产价值可能超过存款余额，那么就实施一个与资本重组计划相关的谨慎的去杠杆计划（强制债券持有人和债转股将手中债券或股票互换）。

一旦察觉有深度失去支付能力的严峻情况时（没有足够价值与存款相匹配），除了立即破产倒闭之外别无选择（由存款保险公司牵头处置资产）。

如果欧洲央行（和美联储）已沿着这样一条路径（结合上文提到的一至四点）认识到这是一个失去支付能力的危机，而不是将其误诊为流动性危机，或者（在一个未公开的正确诊断下）采取了错误的应对措施，则有理由设想，这场危机的最终经济和金融后果应比实际发生的更好。

相反，欧洲央行将发放给最弱银行主要由不良资产（把一些不良资产打包在一起，以便符合欧洲央行的资质要求）担保的巨额贷款实施展期，这些贷款执行补贴利差，并且远超出正常的审慎水平，但是却未对这些机构施加任何标准教科书式的资本重组压力。

同时，欧洲央行将政策利率---并且一般与无风险利率一起---调高，因为担心日益上涨的石油价格泡沫会导致通货膨胀上涨。

欧洲央行应对信贷震荡的三大灾难性前提 第一个前提是，在任何冲击全球经济的金融风暴之后，欧元区（尤其是德国）将处于其影响的风口浪尖。

第二个前提是，欧元区经济中继续存在严重的通胀危险，并且由于石油和商品价格的攀升（从2007年底到2008年中期），通胀危险也在增加。

支持欧洲央行解释这种危险的是“货币支柱”的理论，尤其是提到了同期银行业统计信息表明银行贷款持续快速增长的现象。

第三个前提是央行货币政策的操盘人员，在控制隔夜货币市场利率（在银行间信贷风险极其差异是个不确定的概念）过程中，应保持严格关注中期价格水平目标（每年2%的通胀率，或在两年的时



## &lt;&lt;欧元崩溃&gt;&gt;

期中低于2%)，同时对他们周围肆虐的金融风暴充耳不闻。

应该由流动性危机管理团队（团队也包括不同作用的货币政策操盘人员）利用一个完全独立的工具（补贴性和对冲性信贷操作），以缓和银行体系中的资金压力。

最后一个前提实际上是有害无益的“分离原则”（参见第43页）。

经济乐观主义（确实关注通货膨胀）的基础是以德国为中心的。

2008年的前几个月，德国仍然陶醉于与俄罗斯、东欧、中东石油出口商的火热业务合作之中。

看上去欧元的升值（欧洲央行大幅收紧货币条件，而美联储的货币政策虽然远非积极宽松，但也更为温和，这时欧元升值在2008年上半年达到顶点）对德国的出口没有什么严重负面影响。

要是德国央行没有长期鼓吹（早在20世纪60年代末！

）德国出口是如何成功抵制了货币升值的影响，那该多好呀！

2008年欧洲央行认为自己是重生的2003年德国央行！

特里谢先生在惯常炫耀口才时（一些评论家会说，这是经过练习的，从而未给公众留下任何批评的机会！

）泄露了秘密。

欧洲央行认为自己在重复着德国央行在1973-1974年所取得的成功。

那时，虽然普遍认为经济衰退已经临近，甚至也许未来经济会出现萧条，可是德国央行有别于其他央行，它专注于应对恶性通货膨胀。

结果，德国可以享受由于未来十年销售物价的稳定带来的舒适，而其他国家则由于没有及时解决这个问题而处于病患之中。

几周之内，这种历史解读被证实错误地解释了目前的情况，因为同世界其他地区一样，欧洲也陷入大萧条之中，欧元区价格水平开始下滑。

特里谢先生打算效仿20世纪70年代中期德国央行的成功经验，而采取一个独特的货币应对策略，即其他人都错了，而这个策略最后被证明是正确的，同时也给欧洲央行及其货币欧元带来了长久的美誉！

但后来证明这完全是空想。

他显然没有认识到1973年德国央行成功的一个关键事实。

德国央行上次的成功并不是建立在经济预测实力基础之上的，该行不是因为占有卜大师才比外国央行有更好的技能或者说是运气。

相反，德国央行的成功在于它引入了一个新的货币控制框架，这种框架体现了德国央行不同于当时其他国家央行官员的共同智慧（包括美联储的官员们）。

2003年到2004年，在近期不断累积的货币缺陷之后，德国央行成为首家为货币基数定标的中央银行，并且走向了一条不再冒险、而要使价格重新稳定下来之路，在此过程中，摒弃了凯恩斯式的微调。

2007年夏天，特里谢先生及其同事没有设计出新的货币框架（在这种情况下，就是取代基于货币利率微观管理的准通货膨胀定标），所以他们肯定不是货币政策的开拓者。

2009年整个春季，政策制定者们一直在辩论进一步下调25个基点的好处，而只有德国央行的官员们在表示谨慎的观点--似乎当利率失衡划入负利率区间，好像75个基点（这是当时三个月的德国政府债券的收益率水平）与50个基点、甚至与零个基点间的无风险利率的差别会有多大影响似的！

他们已经犯了大错！

欧洲央行拒绝承认在危机中犯过任何错误 不过，在特里谢先生于2009年3月中旬所作的“从经济和金融危机中可以学到什么？

”的主题演讲中，没有人听到过“错误”这个词（在法国经济《论坛报》、罗兰贝格管理咨询有限公司和巴黎高等商学院举办的“巴黎欧洲企业第五次会议上”的演讲）。

演讲刚开始就满怀希望：今晚，我想探讨一下当前危机的根源和解决危机的政策对策，同时唤起大家一个新的方向感。

遗憾的是随后并没有继续进行阐述！

在过去的十年中，我们看到一种戏剧性的转变，即实体经济中企业家精神的影响正在迅速下降，而金融部门投机和赌博的影响却急剧上涨。

## <<欧元崩溃>>

国际金融逐渐不再主要关注假定的真正的经济风险和如何对冲这种风险。

在某种程度上，金融体系似乎也不再主要用来对冲现有经济风险，而是越来越多地创造和宣传金融体系自身的风险。

读者可以自己判断欧洲央行在忙什么。

但在欧洲金融史上一个特别黑暗的时期内，这种交流不会增强投资者对货币政策制定者们的信心。

或许，欧洲央行最终拒绝模仿最新的美国货币政策（这次是量化宽松，上一次是准通货膨胀定标）。

但是，欧洲央行的官员们是否意识到未来的挑战是美联储要使用非传统政策工具作为参加未正式宣战的货币战争的武器？

欧洲央行的政策制定者们由于自己先前的错误政策使欧元区处于一个如此虚弱的经济状况，这真是太令人遗憾了。

如果欧洲央行从货币联盟启动之时就已经为自己制定好一条更好的道路，那该多好啊！

· · ·

## <<欧元崩溃>>

### 编辑推荐

如果说2011年最热的全球金融问题是什么，那就一定是欧洲主权债务危机及其相关问题。自全球金融危机以来，世界经济一直处于相对低迷的状态，在这种压力之下，欧元区的一些结构性问题逐渐暴露出来，尤其是各成员国财政自主权和统一货币政策相结合造成的问题更为突出。首当其冲的就是欧元区各成员国的主权债务危机，从爱尔兰、葡萄牙到希腊、意大利，世界各大评级机构纷纷下调欧元区成员国的主权债务信用评级。

这其中还交织着不少政治博弈，其中尤以希腊主权债务危机最富戏剧性。

随着希腊大罢工、意大利政府垮台、法德试图重组欧盟等等一系列轰动性事件，欧洲乃至全世界的经济、政治地图都有可能改写。

欧元能否继续存在已经成为人们最为关心的国际热点问题之一。

《欧元崩溃：欧洲货币政策失灵的启示》应时应景，观点鲜明，行文流畅，是任何关注欧元走势和世界政治经济格局人士的必读书目。

<<欧元崩溃>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>