

欧洲是个问题 需要人民做出决定

希腊债务减记确实在某个时点不可避免，问题只是应该在何时或什么条件下给出；

英国将经过公投留在欧盟；欧洲结构性改革仍然不够

专访 | 戴赫龙 摩根士丹利机构证券业务总裁、摩根士丹利国际股份有限公司董事长

财新记者 | 王力为

“全球经济在复苏；银行业面临稍小挑战——当然仍在被挑战；事态总体平静了一些；欧洲是个问题。”这是全球顶级投行摩根士丹利（下称大摩）二号人物戴赫龙（Colm Kelleher）6月中旬第二次接受财新记者专访时的开场白。相比18个月前，见面时他脸上的笑容取代了彼时的严肃。

进入盛夏6月，希腊问题几乎隔天就能登上全球主要财经媒体的头条。6月15日仅持续不到一小时的谈判后，希腊总理齐普拉斯（Alexis Tsipras）发表声明称，希腊已经被“掠夺”了5年之久，救助谈判方仍坚持让希腊进一步削减养老金，“我们只能怀疑背后存在政治动机。”全球市场应声暴跌。

在戴赫龙看来，希腊退欧（Grexit）的概率为50%。接下来，恐怕只会看到短期协议，难有长期性解决方案。

欧洲面临的另一大不确定性来自潜在的英国退出欧盟（Brexit），这源自英国对欧洲大陆改革进程、乃至欧盟前路的怀疑。不过，作为爱尔兰人，戴赫龙尽管常驻伦敦，言语间仍透露出对欧洲一体化进程的深信不疑。

而在财新记者提到中国似乎面临与欧洲类似的债务和财政困境时，戴

赫龙颇为“策略”地表示，欧元区的杠杆率超过400%，欧洲会“喜欢拥有”中国逾200%的杠杆率水平。一语点破欧洲面临的窘境。

戴赫龙的笑容很可能源于英美两国相比18个月前更加确定的复苏，加之银行业终于走出危机。随着并购、融资活动趋暖，各大银行业绩持续转好，大摩CEO经公司董事会批准的2014年薪酬达2250万美元；作为大摩两大支柱业务之一机构证券业务的负责人，戴赫龙的报酬中比往年多出一项200万美元的“特别奖金”。英美媒体据此分析，他或已在大摩下一任掌门人的竞争中占得先机。

对银行家来说，银行业改革已是这个时代无法摆脱的话题。在不少人看来，危机后的监管改革并不足够，但或许是因为无力进一步推动资本金要求等方面的改革，监管机构近年来转向对各大银行广开罚单，总额已逾3000亿美元。作为一个银行家，戴赫龙在两次采访中的谦卑令人印象深刻，但对监管改革衍生的问题，他也直言不讳。

在这位欧洲银行家眼中，欧洲、美国，以及银行业改革的前路指向何处？

希腊问题需人民做决定

财新记者：希腊问题最近持续发酵，你怎么看希腊问题的前景？

戴赫龙：前景不太好，问题已经变得意识形态化，而非实事求是。

希腊执政党自我感觉欧洲欠希腊的，因而对能从欧洲得到什么，有不切实际的预期和讨价还价。

而欧洲方面对希腊的要求也过高了，问题的最终解决本质上需要债务减记。这在短期内不会发生，因为这会让IMF等机构的可信度受损。

所以，谈判各方间的看法、感受和立场存在巨大差距。接下来会出现的是一系列的短期协议，让希腊得以继续走下去，不会出现长期性的解决方案。

我认为，这会引致希腊不得不实行资本管制，而只有在那之后，才能更好地评估希腊退欧的决定。所以，前路恐非坦途。

财新记者：国际社会的立场是否存在一定程度的不一致？最近的G7峰会期间，奥巴马表示，希腊必须改革才



摩根士丹利机构证券业务总裁、摩根士丹利国际股份有限公司董事长戴赫龙 (Colm Kelleher)。

能获得救助，德国总理默克尔倾向于让希腊留在欧元区内，德国财长朔伊布勒的看法则更偏鹰派。

戴赫龙：我对于美国人的看法不感兴趣，欧洲人的看法才算数。默克尔和朔伊布勒的立场是一样的，即如果可能，倾向于希腊留在欧元区内——在不损害欧元区审慎纪律性的前提下。

希腊主权债的违约会带来巨大的经济损失，各方无疑都希望希腊留在欧元区内，但是，必须看到希腊人表现出推进改革的意愿。你可能知道，希腊的养老体系基本上就是对其百姓的一个（高）福利体系，这是需要改变的。

西班牙、爱尔兰，乃至波罗的海三国都在降低养老金水平等方面做了巨大改革。波罗的海三国目前的最低工资水平连希腊的一半都不到。

财新记者：特纳 (Adair Turner，前英国金融服务局主席) 最近撰文表示，德国坚持的立场在经济上是行不通的，需要有债务减记。德国是否该坚持希腊不改革就一切免谈？

戴赫龙：债务减记确实某个时点不可避免，问题只是应该在何时或什么条件下给出。决不能在希腊人作出改革承诺之前允许债务减记。欧洲的每个国家都在试图推进结构性改革，希腊所做的改革相形见绌。此外，现在人们意识到2001年希腊加入欧元区时的条款是基于“过于乐观的经济评估和预测”。这也是问题最初滋生之时，此后一直未能得到解决。

所以，确实存在解决方案，但是，这要求左翼激进联盟党变得不再那么固执己见——使用意识形态化的语言，作不切实际的表达和要求。别忘了，法律并未赋予左翼激

进联盟党将希腊带离欧元区的权力，必须由民众公投来做出决定，希腊目前还没到这一步。

财新记者：最终是希腊人民做出决定？

戴赫龙：是，这正是民主的精髓。

欧洲改革仍需努力

财新记者：怎么看欧元区通胀率5月出人意料的回升？

戴赫龙：0.3%的通胀率，包括其他一些显出向好苗头的数据仍远不能让人乐观。这是我与大摩首席欧洲经济学家 (Elga Bartsch) 看法稍有不同的地方，她对于欧洲复苏的前景较为乐观，我认为欧洲面临更大的问题——银行体系还未正常运作，改革的步伐也不够快。

当然，欧洲经济无疑已经触底，问题只在于增速反弹的速度。增速回升受益于疲弱的欧元和油价走势，以及欧洲央行在大规模推行的QE，因此，需要审视这一增长有多稳健。要对此下结论还为时尚早。欧元区的复苏仍然是脆弱的、并非板上钉钉的。

财新记者：怎么评估目前为止欧洲央行QE的作用？

戴赫龙：评估其效果也还尚早，但是，它无疑让需求得以回升，看起来至少不是没在起作用。

财新记者：德拉吉会遭遇类似日本央行行长黑田东彦过去两年碰到的境遇吗——QE大规模推行，改革推进寥寥？

戴赫龙：我对于日本的想法远比这

乐观，其GDP增长预期在1%左右，通胀率重回正区间，企业的股本回报率（ROE）也还不错。一些证据表明，安倍和黑田正让日本经济重回正轨。

但是，你提到很重要的一点，欧洲如果不推进改革，确实面临重走日本走过轨迹的可能。可以看到，意大利总理伦奇（Mateo Renzi）在推进一些改革；法国人则还处在讨论改革举措的阶段，仍没开始做。

所以，就像黑田东彦所做的那样，德拉吉作为央行行长在尽其所能，现在亟须的是政治层面改革议程的推进。

财新记者：目前来看，欧元区各国的改革是否足够？

戴赫龙：答案是不够。伦奇总理无疑展现了推进改革的意愿，我个人认为他是一个很鼓舞人心的领导者。一开始既得利益群体的阻挠让推动改革异常困难，但是，由于有不少意大利人的支持，他还是做成了一些事。现在，他在努力让一系列改革生效，这仍需要经过极度折磨人的政治过程。

我不认为法国在努力推进改革，尤其是由于法国人根深蒂固的“应得权利意识”。其他地方的改革则获得不小的进展，包括在西班牙、我的祖国爱尔兰、葡萄牙、波罗的海国家，以及东欧国家。总体上，欧洲人仍在努力。

财新记者：整个欧盟层面的结构调整是否在推进？包括斯蒂格利茨在内的

多位英美人士认为，相比欧元区各国国内的改革，欧洲更重要的改革在于改变德国为首的北欧债权国和意大利为首的南欧债务国间高度依赖性的经济模式。

戴赫龙：盎格鲁撒克逊世界并不理解欧盟的本质，仅仅将其视作一个经济计划，认为由于债权国和债务国的存在，联盟并不合理。

但是，更重要的是欧盟背后蕴含的政治议程。“二战”后开启的欧洲一体化宏图，目标是让欧洲成为能独立运作的联盟，并寄希望于随着时间推移，经济方面的调整会逐步完成。

美国何以对此批判？美国也是美利坚“合众国”，也存在富州和穷州，它们照样在一个联盟中运作。

对欧盟看法的实质是，你信或者不信。盎格鲁撒克逊世界对欧盟无疑持怀疑态度；欧洲国家，包括爱尔兰在内，则是心向欧盟的。确实存在富国和穷国，确实存在财富的转移，但是，各类要素自由流动的统一市场令所有欧洲国家受益。

财新记者：不过，德国的某些做法，如对财政盈余的坚持，确实让南欧债务国较难回到增长轨道上来？

戴赫龙：这一说法并不完全正确。看看爱尔兰和西班牙推进了的改革和现在复苏的步伐。极为僵硬的经济体向更灵活的经济体的转变正在逐步发生。所以，德国对于好的“持家”规则的坚持是有益的，当然这无疑不受希腊欢迎。

财新记者：欧元区国家的负债极高，进一步负债来投资的空间十分有限；但是，要重拾增长，就需要投资。欧盟委员会主席容克去年底推出了总额逾3000亿的欧元投资计划，其推进似乎受德国审慎立场的制约？

戴赫龙：我认为德国人是对的。这不只是欧洲的问题，美国也面临类似的问题。区别在于，欧洲银行体系的债务占比远远高于美国，欧洲对于银行体系的依赖也远高于美国。你提出的是哲学层面问题，债务占比GDP超过400%是否合理？没人知道答案。所以，德国在这一问题上保持审慎还是正确的。

财新记者：怎么看欧洲建立银行业联盟和资本市场联盟的进展？

戴赫龙：美国80%的融资是通过资本市场，欧洲这一比例则仅为25%。欧洲大陆70%的GDP增长来自中小企业，这意味着要推升增速必须为中小企业提供融资，而银行“基本上没有”在给中小企业放贷，这也是为什么需要资产证券化体系。对中小企业最有效的支持方式，除了容易衍生集中度过高问题的小型地区性银行，就是借助资产证券化体系。

容克正试图建立欧洲统一的资本市场，但是，这需要很多改变，包括修订条约、破产法和资产证券化框架等等。我相信，他们理解需要做的和问题的挑战性，只是在努力推进，但需要的时间很可能比人们预计得更长。

最终，欧洲需要一个类似美国

的高效、有活力的资本市场。考虑到银行体系容易带来系统性风险，任何成熟的市场体系必须是倚重资本市场的。

财新记者：我们常说日本失去了20年，但是，仔细审视，日本人的生活水平一直不错。欧洲很多地方也是如此。欧洲人的较高的生活水准，是欧洲问题的来源，还是欧洲福利社会模式继续存在的理由？

戴赫龙：不能光看社会的一个切面、乃至历史当前的一个横截面来作评估或诊断，必须审视未来会怎样。日本人口老龄化，人们担忧未来，于是，增加储蓄，减少消费，这至少是安倍经济学推行之前的状况。这对于子孙后代来说情况糟糕，因为需要的是年纪较大的或是退休的人消费，创造需求，推升对未来的投资；不然的话，对退休的人来说生活固然不错，但是23岁年轻人眼里的未来无疑是黯淡的。

西欧面临类似的问题，人口老龄化，巨量的家庭财富系于房产等资产上，缺乏对未来经济增长的信心，缺乏上规模的消费。反观美国，美联储前主席 Arthur Burns 曾说过，“永远不要低估美国消费者。”美国人似乎理解，需要有一个灵活的经济体，需要对未来进行投资。

整个西欧社会都需要调整。

英国会经公投留在欧盟

财新记者：英国财相奥斯本在今年1月的达沃斯论坛上说，英国经济体规

模到2030年可能超过德国，成为欧洲第一大经济体。新一轮大选后，英国退欧的概率几何？

戴赫龙：英国经济的复苏其实比人们想象得更强劲一点，现在主要的不确定性就是英国（是否）退欧。大多数英国城市和企业都希望英国留在欧盟内，因为英国是欧盟统一市场的巨大受益者。

现在选举结束了，事实会更完整地浮出水面，已有民意调查显示，英国人倾向留在欧盟。所以，卡梅隆首相如果真的能将退欧公投提前到2017年，来尽快驱散徘徊在英国上空的不确定性，会是个正确的决定。

英国对任何事物都持怀疑精神的国民性格历来有之，这带来不可忽视的退欧情绪。但是，我相信大多数英国人最终会投票让英国留在欧盟，对英国来说这也是正确的决定，没有欧洲支持的英国会是一个明显削弱的英国，欧洲没有英国也会明显变弱。这是大摩的看法，也是我个人的看法。

当然，英国能在欧盟之外独立生存吗？无疑可以。退欧会影响英国经济吗？无疑会让经济体规模变小，而这将更可能证伪奥斯本所说的2030年英国经济规模超过德国的说法。

所以，英国留欧的意愿会占主导并胜出，过程中少不了林林总总的言论。英国退欧问题的主要害处在于，到英国投资的外国人会延迟投资——直到公投给出确定性的答案之后。

财新记者：你认为卡梅伦首相带领的保守党政府内心确实希望英国留在欧盟吗？奥斯本已多次强调，“我们希望留在一个改革了的欧洲里”，但目前看来这是一个很大的疑问。

戴赫龙：我对他们有深切的同情。但是，坦率地说，希望欧洲推进改革的热望并非他们独有，德国人、荷兰人也是如此。问题在于我们能等来什么样的改革。由于是在条约法律的范畴内，28个主权国家需要就核心问题达成一致。从目前情况来看，改革进展还达不到我们的预期要求，但是，态势还算积极。

财新记者：潜在的希腊退欧和英国退欧对企业和银行会产生何种影响？

戴赫龙：希腊退欧并没有在影响银行，因为德拉吉通过QE在欧元区铺开了一张防火毯，隔离了其对市场的影响。长期来看，希腊退欧的影响可能会较为严重，如果希腊真的离开欧元区，欧元体系将不再是一个统一的货币体系，而是一组组固定汇率组成的体系。这意味着，该经济体中的成员国可能将尝试有自己的货币。

我认为，英国退欧不会对人们的信心及商业活动产生多大影响。

财新记者：但是，汇丰和渣打两家银行已经在考虑将总部迁离英国？

戴赫龙：我不能评论特定的银行，他们可能有不同的考虑。我们大摩作为英国一个不小的雇主，坚定支持英国留欧。

财新记者：你不认为潜在的英国退欧可能让始于上世纪50年代的欧洲一体化进程逆转吗？

戴赫龙：潜在的英国退欧不会让欧洲一体化这辆列车出轨，但是会放缓其前行速度，同时影响欧元这一货币的可信度。

财新记者：怎么看中国投资者在英国的投资按比例看远高于在欧洲，乃至美国的投资？

戴赫龙：英国是一个更明晰的经济体，规则更透明，没那么保护主义，也是一个不小的经济体，有不少较大的、且有政府参与的基础设施项目需要推进。在一定程度上，这是撒切尔时期推进的私有化的副产品。所以，在英国，投资者明确知道可以做什么，不太可能遭遇政治性干预。

财新记者：是中国投资者普遍认为英国退欧概率不大，还是他们并未充分重视其潜在影响？

戴赫龙：目前来看最大的可能性还是英国会留在欧盟内。如果最终退欧，到时人们会重新评估在英国投资的风险。

财新记者：金融业在英国经济中的占比极高，英国《金融时报》首席经济评论员沃尔夫（Martin Wolf）最近撰文表示，“我们可能有了过多的金融”。英国的金融业在向何处去？其规模是否应适当缩小？

戴赫龙：假设英国留在欧盟，伦敦会继续是全球主要的金融中心。尽

管英国本国银行的规模在变小，但是，很多非英国银行仍在英国有大量业务。伦敦的金融业占英国GDP的11%，这一规模很可能不会改变，只是这个饼被重新分配。

关键在于创新和规则的透明性，香港是全球最主要的股票交易中心之一，这是中国发展的副产品。英国在时区、税收、以及与欧盟联结方面的优势仍会让它继续享有其地位。

我不想把债务水平和金融业的规模混为一谈。债务水平应该降低，但是，金融业不应该收缩。这恰恰是一个成熟经济体应有的样子：人们变得更富有，需要储蓄，退休后需要养老金，所有这些都与金融业高度相关。

美国，而非新兴经济体引领复苏

财新记者：怎么看美联储即将开启的升息周期的推进方式？

戴赫龙：第一次升息不会马上到来的，只可能更晚，可能在9月，或12月。美联储希望先看到复苏企稳；太仓促升息，可能回到日本之前的境地，令刚刚提速的复苏变得脆弱。

不少人提出较慢升息可能带来的尾部风险，包括通胀失控等，但是，我们对此都并不确定。我们确定的是，包括伯南克在内的一些人坚信，宁肯让流动性稍稍泛滥，也要避免大萧条再次出现。

我认为，无论我们需要为尾部风险付出多大的代价，也肯定比再

次进入经济萧条的危害小。

财新记者：第一次升息较晚到来是否意味着其后需要较高频的升息？

戴赫龙：我不认为如此。审视当前收益率曲线隐含的远期利率水平，我不认为存在被大幅压制的通胀压力——要求美联储高频升息。

财新记者：所以此轮升息对于新兴市场的风险会是相对有限的？

戴赫龙：是的。

财新记者：在危机之后，全球都谈去杠杆，但是，只有包括美国在内的少数国家出现总杠杆率的下降。这是否是当前美国复苏好于其他国家的主要因素？

戴赫龙：美国经济变好，并不是主要由于债务方面的改善，而是因为高度灵活的经济、宽松的移民政策、制造业回流美国，以及美联储行为的可预见性和确定性。

五年前，人们普遍鼓吹新兴市场会引领全球复苏。我们看到的恰恰相反，美国以及英国这些发达经济体引领了复苏。这一现实还会持续一段时间。

财新记者：近一段时间美国的并购活动异常活跃，原因何在？

戴赫龙：不只是美国，全球范围内都存在这一现象。主要是因为利率水平较低，企业看到未来利率走向的较大确定性，而且对于复苏也更具信心。同时，其他投资选项的回报较为有限。

财新记者：在总体向好的美国经济中，你是否对一些领域存有担忧？

戴赫龙：我不认为存在系统性的风险。确实有一些领域变得过热，但是美国经济总体仍会继续复苏。

财新记者：你最近曾提到固定收益市场存在一些流动性问题？

戴赫龙：大摩曾合著一份报告，题为《流动性困境》，意指监管机构的一些做法对市场流动性有影响。最近在德国国债等资产上出现的流动性短缺，一定程度上是监管的后果——一些措施让银行和经纪商太过保守，影响了市场流动性。

财新记者：对于债市，不少市场人士认为持续了近35年的全球债市牛市已接近尾声，你是否认同？

戴赫龙：我也这样认为。由于经济衰退和低利率行将结束，各国重回增长，市场内出现显著的从固定收益资产向股权资产的再分配。股市无疑能更好地模拟经济增长。

另一方面，监管者的做法也对市场流动性产生影响。监管者对于危机后监管如此积极的解释是，2008年危机爆发前存在流动性泛滥，人们获取资产的价格也太低。他们认为更少的流动性和更高的价格是为防止下一次危机到来值得付出的成本。

我的看法则是，这无疑是正确的，但是关键在于如何微调监管和政策措施。考虑到美国80%的融资来自资本市场，美国复苏又好于其他国家，资本市场是否应该是改革

的“主战场”？资本市场改革和发展恰恰也是欧盟委员会主席容克在（复苏脆弱、资本市场不发达的）欧洲强调的。所以，关键是如何平衡这方方面面的因素。

不过，总的来看，危机后的监管改革总体还是合理、且必要的，我们这里谈论的只是监管改革稍微过头所衍生的第二、第三层次问题。

银行业监管改革存在副作用

财新记者：危机后的银行业监管改革林林总总，取得一些进展；另一方面，不久前多家系统重要性银行撰写的“生前遗嘱”被监管机构驳回。你怎么看监管改革的进展和前景？

戴赫龙：改革总体是好的，审慎的。沃克尔法则要求包括大摩在内的公司缩减自营业务，我们其实已在此之前就关闭了这部分业务。此外，包括我们认为合理的石油交易业务也应监管要求不得不出售。

我对于监管改革的主要不认同点在于，如果你将所有监管措施合起来看，《多德弗兰克法案》、沃克尔法则、巴塞尔III、净稳定资金率要求、流动性覆盖率要求、补充性的杠杆率要求及欧洲维克斯改革（Vickers）等，各银行需要满足的监管要求存在一定的重复，引致了一些副作用。

当然最核心的问题在于，只有在每一家大型银行都有了有效的破产处置与恢复计划之后，我们才能明确知道，银行体系不会再带来系统性风险。

财新记者：沃克尔近期表示，危机以来的监管改革并不足以预防下一次危机。而监管机构的重心似乎也已转向对银行不当行为大规模罚款。银行业的行为是否已有本质性改变？监管机构是否走在正确的监管路径上？

戴赫龙：这里存在三个问题。首先，我敬重沃克尔，但是并不同意他的所有看法。监管改革总体上无疑是足够的，问题只在于执行。他所提到的一些活动大摩并不参与，所以在那些问题上他可能是对的。

第二，银行因不当行为被惩罚无可厚非，但是，不应该由于当时规则下允许的活动而受罚。摩根大通买下华盛顿互助银行和贝尔斯登的交易所衍生出的遗产问题是个典型例子。开罚单成为了监管机构从银行获得一次性收入（soft money）的手段。

第三，银行业文化无疑是被损害了，在这一点上我对于监管者严肃惩罚银行滥用客户信赖的行为很认同。外汇操纵就是一个例子，这是不可接受的行为。

但是，我无法接受美联储纽约分行主席提出的“银行业文化已经腐烂”的说法。不少银行有较健全的文化。但不幸的是，我们的行业与其他任何行业一样，都存在会做出不当行为的从业者，需要确保的是零容忍地惩罚他们。

所以，作为一个行业，我们有过不当行为，我们为此道歉。总会有个别的银行从业人员行为不当，我们需要做的，是发现他们、惩罚他们。我认为这是多数银行正在努力做的。 ■