

欧洲主权债务危机带给“中国式主权债务”的思考

■ 金文莉 中南财经政法大学武汉学院

主权债务是指一个国家以自己的主权为担保向国际货币基金组织、世界银行或者其他国家借来的债务,因为是以主权为担保,所以主要体现为政府负债。而当一个国家政府不愿意或者无力继续履行债务职责,也就是政府负债总额接近或超过国内生产总值,国际收支逆差比重升高,政府赤字居高不下时,就可能引发主权债务危机,甚至导致政府破产。

一般而言,国际上对主权信用风险采用六个评价指标:一是财政赤字率,即赤字占GDP比重,一般以不超过3%为警戒线;二是债务负担率,负债余额占GDP比重,一般以不超过60%为警戒线;三是经常项目赤字占GDP比重,一般以不超过8%为警戒线;四是由利率水平和经济增长率决定的未来债务负担和偿付能力;五是财政债务依存(当年国债发行额/当年财政支出与当年到期债务还本付息之和),一般以不超过30%为警戒线;六是国债偿还率(当年国债还本付息/当年财政支出),一般以不超过10%为警戒线。这其中分别反映财政可持续能力、债务规模、债务融资能力的财政赤字率、债务负担率和经常项目赤字占GDP比重这3项指标最为重要。如果这些指标急剧恶化,发生主权债务危机的风险就非常大。

一、欧洲主权债务危机演变过程

2007年7月的美国次贷危机直接导致全球许多相关金融机构破产、投资基金关闭、股市剧烈下滑,伴随着全球金融市场的全面紧缩,危机也很快由美国迅速波及世界其他国家。欧洲国家的主权债务危机首先在冰岛爆发,接着是爱尔兰,进而陆续蔓延到地中海沿岸的希腊、西班牙、葡萄牙和意大利。到2009年12月,当以上四国相继公布的财政赤字和公共债务占GDP的比率远远高于欧盟《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》所规定的3%和60%的上限时,欧元区国家主权债务危机全面爆发。

冰岛受美国次贷危机影响,外债规模超过1383亿美元,而其国内生产总值仅为193.7亿美元,以冰岛大约32万人口计算,这大致相当于包括儿童在内的每名冰岛公民身负43万美元债务。冰岛国内三大银行由于资不抵债,被迫由政府接管,银行的债务也就升级为主权债务,国家长期主权信用被全球三大评级公司降低至“垃圾级”,至此冰岛濒临“破产”。

希腊政府在2009年11月对外宣布其财政赤字与GDP之比高达13.7%,对即将到期的200亿欧元国债可能无法实现再融资;12月惠誉评级机构将希腊主权信用评级由“A-”降为“BBB+”。投资者由于担心政府对总额为3000亿美元到4000亿美元的国债无力偿还,

开始大规模抛售国债,希腊主权债务危机全面爆发,并且至今继续恶化。

西班牙、葡萄牙、意大利、爱尔兰四国占欧盟GDP总量的37%左右,在2008年底四国财政赤字占GDP的比值从平均不足4%飙升至9%,公共债务占GDP的比值从平均65%上升至90%;在2009年12月主权信用被遭受置疑,信用评级从“稳定”下调至“负面”。

爱尔兰2010年和2011年的政府财政赤字占GDP比值接近15%,国家银行的坏账损失比例更是高达32%,公共债务占GDP比值从2010年的95%上升至2011年的96%。标准普尔评级机构将爱尔兰的长期主权信用从“AA-”下调至“A”。

东欧国家由于国内经济体制转轨的需要,负债水平一直较高,在美国次贷危机的冲击下,政府财政赤字进一步扩大。穆迪评级机构在2009年就降低了乌克兰的评级,后来又有匈牙利、罗马尼亚等国降低了评级,东欧国家的事实上也存在主权债务问题。

按欧盟《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》规定,欧元区成员国必须将赤字控制在GDP的3%以下,负债余额占GDP比重一般以不超过60%为警戒线。从表1和表2可以清楚地看出,正是在2008年遭受金融危机之后,无论此前其财政状况如何,欧元区五国的

表 1 2006~2011 年欧元区五国债务占 GDP 比例(单位: %)

国家 年份	意大利	爱尔兰	葡萄牙	西班牙	希腊
2006	106.5	24.9	64.7	39.6	97.8
2007	103.5	25.0	63.6	36.2	95.7
2008	106.1	43.9	66.3	39.7	99.2
2009	114.6	64.0	76.8	54.3	112.5
2010	119	94.9	93	60.1	142.8
2011	117.8	96.2	91.1	74.0	135.4

数据来源: European Commission Eurostat. April22,2010.其中 2011 年为 IMF 预测值

表 2 2006~2011 年欧元区五国政府赤字占 GDP 比例(单位: %)

国家 年份	意大利	爱尔兰	葡萄牙	西班牙	希腊
2006	-3.3	3.0	-3.9	2.0	-3.6
2007	-1.5	0.1	-2.6	1.9	-5.1
2008	-2.7	-7.3	-2.8	-4.1	-7.7
2009	-5.3	-14.3	-9.4	-11.2	-13.6
2010	-5.3	-14.7	-8.0	-10.1	-12.2
2011	-5.1	-14.7	-8.7	-9.3	-12.8

数据来源: European Commission Eurostat. April22,2010.其中 2011 年为 IMF 预测值

政府债务都严重超出了 GDP 的 60%的参考“警戒线”,政府赤字都超过、甚至远超过 GDP 的 3%的参考“警戒线”。

二、欧洲主权债务危机形成机理及其原因分析

从上面欧洲主权债务危机演变过程来看,其最直接的表象就是各国的财政赤字、公共债务占 GDP 的比值均超过欧盟《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》规定的 3%和 60%水平。而欧洲主权债务危机发生的实质在于政府负债规模远远超过其财政负担能力与调控能力,从而引发赤字节节攀高、债台高筑的恶性循环,进而深刻影响国家经济复苏和深入发展。

(一)主权债务危机形成机理

宏观经济学认为政府行为是促进市场有效运转和经济平稳运

行所不可缺少的因素,凯恩斯主义的政府行为所包含的假设条件就是政府行为正确且有效,认为政府应通过财政政策和货币政策来刺激消费需求和投资需求,在消费方面,政府可以采用税收、利率、收入分配等手段对消费倾向施加导向性的影响,提高消费倾向;在投资方面,凯恩斯主张,国家一方面采取措施刺激私人投资的积极性,另一方面由国家直接组织投资,通过对消费需求和投资需求的双管齐下的导向性刺激,以实现整个社会接近充分就业。而且,凯恩斯还主张赤字财政政策,他认为政府扩大支出时,不应增加政府收入,而应采取举债支出的办法,举债支出可以使社会致富。在凯恩斯看来,扩大政府的上述职能是避免危机的唯一切实可行的办法。

从上世纪 80 年代以来,资本主义国家经济快速发展,已由国家

垄断资本主义阶段进入国际金融危机资本主义阶段,资本的增值方式也通过传统的货币——商品——货币的方式转变为以货币——货币的方式来实现资本家财富的快速增长,财富和价值的增长越来越偏离实体经济,经济体系日益趋于非理性化,经济泡沫越来越大,一旦泡沫破裂,就会引发大规模的金融危机。2007 年 7 月发生在美国的“次贷危机”就是这样。当金融危机出现时,各国政府为了避免金融上层建筑的崩溃,被迫介入,投放大量的资金以挽救脆弱的金融体系,最终就会造成政府债务不断的增长。

政府职能与作用的发挥必然需要财力的大力支持,政府大量投入资金,财政收入就会陷入捉襟见肘的困境。从上世纪 80 年代南美、1998 年俄罗斯、2001 年阿根廷和 2008 年欧洲各国发生的主权债务危机来看,财政赤字已经成为世界各国政府抵御金融危机、扩大内需的重要手段,在全球金融市场出现显著的流动性失衡与经济衰退时,市场越来越把应对危机的期望寄托在政府身上,期望政府的注资能够有效地稳定金融市场和扩大国内需求,以刺激经济复苏和快速增长,这就必然加重了政府的负担,形成经济危机——政府干预——财政赤字——经济危机的恶性循环,最终导致主权债务危机的发生。

(二)欧洲主权债务危机形成原因分析

1. 美国金融海啸直接导致欧洲各国经济重创。美国作为全球经济的霸主,2007 年 7 月的一场次贷危机引发了全球金融海啸。在此大

背景下,全球经济衰退,各国为防止美国金融危机的蔓延、振兴本国经济,纷纷采取经济刺激举措,因而扭曲了资源配置,加上财政收入锐减,财政赤字和政府债务水平普遍大幅上扬,成为美国次贷危机的延续。政府的刺激计划其实质就是各国政府借新债还旧债,以债治债,借债投资。表面上使得经济回暖,但是并未解决其核心问题,反而造成财政赤字攀升,同时政府的过分干预使得资源配置不合理的局面最终以债务危机的形式表现出来。政府的举动激发了全国大罢工,不仅使得原本就不足的民众信心更加锐减,还进一步影响了社会稳定,形成恶性循环,加剧了危机的产生。

2. 欧洲各国经济发展不平衡,产业结构存在缺陷。欧盟各个国家经济差距较大,区域间发展极不平衡。德国、意大利、法国等经济较为发达,他们利用地区意识和价值优势,享受着统一货币政策带来的好处;而希腊、爱尔兰等经济较为落后,资源配置不合理及配置效率低下,使之受美国次贷危机影响较大。希腊、西班牙、爱尔兰等国进入工业化时间较短,受自然资源的限制,整体结构不合理,经济结构单一。希腊以旅游、造船业为主,西班牙以房地产、旅游业为主,爱尔兰以农业为主,他们对工业品进口依赖度较大,对外出口基本被德国、法国垄断,出口缺少附加值较高的技术密集型产品。自美国次贷危机以来,投资者对欧美等国的信心普遍下降,相反的,由于新兴市场国家有着良好的产业基础,加上廉价的劳动力成本、土地成本及优厚的税收政策等吸引了大批投资者,再

加上欧元升值也打击了其出口,导致贸易赤字逐年扩大。以希腊为例,希腊的经济基础主要是以海运、旅游等外需型产业作为自己的支柱产业,这些产业都具有较高的周期性。随着全球制造业不断向新兴市场转移,欧洲制造业不断失去自己在世界经济中的份额,希腊海运市场急剧萎缩,航运业2009年的年收入下降了27.6%,旅游收入快速下滑。2009年赴希腊旅游的美国游客减少了24.2%,同时欧盟成员国进入希腊的游客也锐减了19.3%,来自两地的旅游业收入分别减少16.2%和14%。这些支柱产业的萎缩直接导致了希腊财政收入锐减。

3. 高福利,加之人口老龄化,财政支出负担过重。欧洲一向以高福利闻名于世,包括高工资、高津贴、高补助等。较高的福利待遇导致了社会劳动效率低下,使得政府支出过大,加重了政府负担,进而导致了经济发展速度缓慢。美国次贷危机以后,欧洲各国的产业竞争力显著削弱,政府为维持国民福利,避免引起公愤,一般都通过增加赤字或负债解决问题,这为危机的爆发留下了诸多隐患。加之人口老龄化问题日益突出,导致政府财政赤字不断增大、政府债务日益加大了。

4. 各自为政的财政政策,单一的货币政策,缺乏有效地风险管理机制。欧元区是目前世界上区域货币合作的最高形式,欧元区的统一货币具有降低成本、增加贸易便利性、促进区域经济一体化的优势。虽然欧元区的货币政策是统一的,掌握在欧洲中央银行手中,但是伴

随而来的则是各欧元区放弃了货币政策的独立性和自主性,其财政政策取决于各国政府。统一的货币政策与分散的财政政策,是欧盟统一货币制度的内在矛盾。欧洲中央银行以保持价格稳定为首要任务,这就意味着,联盟内的各国无论本国经济发展如何,必须以稳定物价作为核心目标。这种欧元区各成员国的实行同一货币制度即统一的货币政策,却没有统一的财政政策的情况,于是就形成了政策的错配。国家对宏观经济运行调控的两大重要手段是财政政策与货币政策,在遭受外来冲击时,对于完全丧失独立货币政策的欧元区国家,就无法通过货币贬值、降息等货币政策手段来刺激经济,而只能通过财政政策即扩大财政支出、增加预算赤字来促进经济增长、应对危机。另外,由于统一的货币政策,当其中任何一个国家出现债务危机,必定会由于金融传染效应而使整个欧元区都面临困境。风险管理应做到预防为主、治理为辅,而不是在风险发生后才进行事后弥补。所以当危机爆发后,虽然各成员国都拿出了救市计划,但为时已晚,收效极低。

三、欧洲主权债务危机对“中国式主权债务”的启发

(一)“中国式主权债务”的现状及其风险

“中国式主权债务”主要表现为地方政府债务,包括地方债券和地方政府投融资平台债务。中国在2008年为了缓解美国次贷危机对中国经济造成的影响,实施了4万亿元人民币的投资计划,同时允许地方

政府发行债券来筹集资金。2011年6月国家审计署发布第35号公告显示,截至2010年底,全国地方政府性债务余额107174.91亿元;2010年底,有78个市级和99个县级政府负有偿还责任债务的债务率高于100%,分别占两级政府总数的19.9%和3.56%,各类政府融资平台企业达8000多家,涉及项目3000多个,截至2010年5月底,所有地方融资平台贷款余额已超6万亿元,在GDP中占比接近20%。虽然我国目前整体债务和财政赤字远低于国际公认的风险临界点,2009年财政赤字占GDP的比重低于3%,总体债务水平低于GDP的20%。但是,由于地方债务大部分投向了基础设施建设,目前到期的贷款基本上都无法归还,再加上地方债务的偿还对土地出让收入的依赖较大,随着我国房地产调控的日益深入,加上目前房价下跌,地价已经不保,以往依靠推动土地价格上涨和房地产泡沫形成的“土地财政”模式将可能难以为继,这意味着未来地方政府用于偿债的资金来源面临萎缩的较大风险,即预期中的地方政府偿债能力将大幅下降。一旦地方政府无法偿还债务,由地方政府债务违约行为导致的“中国式主权债务危机”便会发生,最后不得不由中央财政和中央银行兜底埋单。由于这些债务多来自于银行贷款,因而地方政府的违约行为也将导致银行乃至整个金融体系产生流动性风险。这样,地方财政风险会传递为中央财政风险和金融体系风险。

(二)防范“中国式主权债务”演变为危机的对策

1. 加强地方政府债务管理,负

债与收入匹配,不能过度负债。欧洲主权债务危机殷鉴不远,已经给我们敲响了警钟。所以要防范中国主权债务危机的发生,首先必须加强对地方政府债务的控制。要从法律上赋予地方政府适度负债的必要性和合法性,明确规定地方政府负债的最高限额,并适时根据宏观经济形势的变化与突发性事件做出恰当的调整。同时各级地方政府也必须严格控制自身的负债规模,负债要与收入相匹配,必须依照预算法平衡预算,认真做好各级债务的测算和偿债平衡工作,要对银行及其他金融机构的呆账和坏账进行及时清查,从财政和金融两方面切实做好债务风险的防范工作。用融资平台的方式避开法律的监管是短视行为,将增加长期经济运行的系统性风险。地方政府要建立风险监测预警机制,对现实存在的债务规模与风险要及时进行识别、定性与定量分析,风险监控或部门依据确定的负债规模与风险控制标准,对出现问题的部门与机构发出警告,追寻引发的原因并提出相应的纠正与化解措施,实现地方政府可持续融资的同时保证债务风险最小化。

2. 改变现有的出口战略,切实提高国内消费水平。中国经济是以出口为主,GDP总额的30%以上来自于外需贡献,所得收入的70%以上是以美元形式进入中央银行成为国家外汇储备。一旦国外市场发生变化或者美元资产贬值,都将对我国经济增长和外汇储备水平产生巨大的影响。所以中国要改变目前这种外向型经济状况,一方面要改变现有的出口战略,将主要出口国由欧美国家逐步转向亚洲国

家及世界其他新兴市场,出口产品应以目前的初级产品、劳动密集型逐渐向附加值高的出口产品转变,通过区域之间的产业转移和传递,实现中西部地区的崛起,进而带动整个经济结构的调整和国家的发展。另一方面,要改变传统的经济增长模式,扩大内需,降低税收水平,提高居民收入,改变现有分配模式,让大众真正分享经济繁荣带来的成果,做到“藏富于民”。同时,鼓励民营经济以内需消费为导向,从根本上拉动内需,这样中国经济增长的内在动力才能不“受制于人”,在国际金融冲击中保持相对的独立性。▲

参考文献:

- [1] 赵晋平. 欧洲主权债务危机影响下的国际经济形势展望与我国的对策[J]. 国际贸易, 2010(7):43-46
- [2] 陆岷峰, 张惠. 政府适度负债规模的研究——从欧洲主权债务危机到中国地方政府负债风险谈起[J]. 南都学坛, 2011(05)
- [3] 丁纯. 希腊主权债务危机下欧洲复苏前景及对全球和中国的影响[J]. 信息, 2010-夏季号
- [4] 楚钢, 洪灏等. 欧洲主权债务危机: 下一个拉美危机?[R]. 中国国际金融有限公司投资策略周报, 2010-02-08
- [5] 吴国培, 马冰. 希腊主权债务危机的成因及对中国的启示[J]. 发展研究, 2010(07)
- [6] 潘晓惠, 陆岷峰. 欧洲主权债务危机对中国经济的影响和启示[J]. 山东科技大学学报(社会科学版), 2011(04)
- [7] 王燕, 赵杨. 欧洲主权债务危机形成机理及对中国的启示[J]. 经济研究参考, 2010(48)
- [8] 赵宗博. 欧元区国家主权债务危机的根源与本质[J]. 求实, 2011(03)