

关于欧洲主权债务危机的调研

○孙 伟

2011年10月,国家发展改革委员会宏观经济研究院代表团赴欧访问英国皇家国际事务研究所(Chatham House)、欧洲政策研究中心(CEPS)、布勒哲尔国际经济研究所(Bruegel)、慕尼黑大学经济研究所(IFO)等欧洲知名智库,并拜访了中国国际金融(英国)有限公司,就欧洲主权债务危机的形成原因、解决方案和前景等议题与各方专家进行了交流。

一、欧债危机形成和蔓延的原因

(一) 欧盟内外经济环境共同孕育了欧债危机

1. 金融危机的冲击是欧债危机爆发的外部原因。CEPS的Cinzia Alcidi研究员指出,美国次贷危机后,美联储实施了“量化宽松”的货币政策,诱导美元贬值,欧元兑美元的汇率大幅上升,对欧盟的贸易产生冲击,对经济发展和居民收入产生负面影响。随后,欧元区各国纷纷出台经济刺激计划,忽视《稳定与增长公约》的规定(欧元区成员国的财政状况必须达到如下标准:财政赤字占GDP的比例低于3%;公共债务占GDP的比例低于60%;中期—2006年前—预算平衡),导致各成员国政府的负

债和赤字节节攀升。为了挽救危机中的金融体系,各成员国政府收购了很多金融机构的“问题资产”,使得私人部门的债务国有化,进一步加重了各国政府的债务负担。

2. 不断扩大的竞争力差距是出现欧债危机的深层次原因。Bruegel的负责人Jean Pisani-Ferry研究员认为,欧洲经济一体化的过程中,长期积累的宏观经济失衡因素导致了竞争力差异性的扩大,成员国之间竞争力差距的扩大,势必形成影响货币联盟稳定的“定时炸弹”。欧元区中,德国、法国、意大利三国GDP权重占66%左右,主要宏观经济指标在欧元区具有决定性的影响,主导着欧元区经济政策。如果再加上荷兰和西班牙,权重达到88%,呈现出明显的不对称性。在统一货币的前提下,希腊等南欧国家相对于德国等国的竞争力下降,出现大量贸易赤字,贸易赤字又在一定程度上推高了财政赤字,导致政府债务水平不断累积。

3. 泡沫经济为孕育欧债危机提供了条件。20世纪90年代以来,曾经推动美国经济保持相对较快增长的盎格鲁-撒克逊模式在欧洲得以推广。该模式信奉尽

量少的政府干预、鼓励自由竞争、推动贸易自由化和资本流动的便利化。在这种模式下,欧洲的虚拟经济得到快速发展,欧洲金融业衍生化趋势日盛,杠杆率一度超过美国,在一些国家还出现了明显的泡沫经济。以爱尔兰为例,上世纪90年代以来,外资集中投向房地产,过度推高房地产价格,导致国内大银行纷纷利用欧洲央行低利率大量举贷并投向房地产行业,最终产生泡沫,并在金融危机爆发时迅速破灭,使银行和政府背上沉重的负担。

(二) 欧盟内部制度缺陷催生了欧债危机的爆发

1. 高福利制度。二战以来,随着欧洲各国经济逐步恢复,为缓解社会矛盾,普遍推行高福利的社会制度,平均福利支出占到GDP的1/3以上。高福利建立在高税收的基础上,而高税收的结果是低投资和高成本的劳动力,生产率提高缓慢,经济长期维持低增长。与此同时,欧洲65岁以上的人口已占到总人口数的17%,老龄化问题日益严重。这种“从摇篮到坟墓”的高福利体系,导致希腊等国的刚性社保支出居高不下,财政赤字占GDP的份额屡创新高。

2.欧元区财政准入制度。专家们指出,欧元区启动之前就有一些协议,要求成员国抑制财政赤字和公共债务,后来还共同达成了《稳定与增长公约》,提出了一些明确的约束条件。然而,1997年符合这一标准的只有卢森堡,离标准较近的是德国、荷兰、比利时,其余国家均与标准相去甚远。为了加快经济一体化的步伐,欧盟默许某些财政状况达不到要求的成员国通过人为手段掩盖真实负债情况。1997年,法国政府从法国国有电讯局挪用375亿法郎冲销了0.5%的财政赤字。2001年,希腊政府请高盛制定一套“货币掉期交易”方式,掩盖了高达10亿欧元的公共债务,从而使希腊在账面上符合了欧元区成员国的财政准入标准。有的国家甚至将地下经济纳入GDP的统计范畴,来掩盖财政赤字比例。

3. 欧洲经济与货币联盟制度(EMU)。中金公司首席经济学家彭文生指出,欧债危机最根本的原因在于统一货币、分散财政和经济分化三者之间不可调和的矛盾。统一货币是EMU的历史性创举,其本意是要加强财政预算约束,使国家债务率有所下降,并改善经济增长条件。然而,该制度设计存在先天缺陷。一是统一货币政策很难适应不同国家、不同发展阶段和文化差异所造成的结构性问题,统一利率经常对一些国家过高,而对另一些国家则过低。二是财政体系分散,外围国家依靠核心国家的信誉无限发债,而欧盟对成员国的财政状况无法控制,难以在第一时间觉察到危机风险。三是没有应对主权债务风险的措施,根据《马斯特里赫特

条约》125条的不救助条款的规定,欧央行和各成员国央行向出现问题的成员国提供直接贷款受到限制。

(三) 欧盟对危机的处置滞后纵容了欧债危机的蔓延

欧债危机初期,欧盟认为希腊经济规模较小,不会对其他成员国产生影响,正是这种误判导致了后来一连串问题的发生。CEPS的Diego Valiante研究员和Bruegel的Zsolt Darvas研究员均认为,欧盟对债务违约可能性估计严重不足,仅仅当作纯粹的流动性风险来处理,没有及时处理银行与主权风险之间的连带关系。同时,这种对风险的低估导致了成员国之间政治解决渠道的堵塞,消极的处理态度也使其逐渐失去了市场的公信力。卡内基基金会高级经济研究员、前世界银行国际贸易处主任Uri Dadush指出,欧盟在处理欧债危机问题上步伐迟缓,政策不定,缺乏长期解决方案。欧洲中央银行和欧洲稳定金融基金可以在短期内为缓解危机提供帮助,但规模远远不够,不能从根本上解决问题。

二、欧债危机的解决方案及前景预测

(一) 欧债危机解决方案

1. 短期来讲,欧盟需要增强救助力度,强化执行力,重新树立市场信心,防止问题国家出现债务违约的情况,导致市场连锁反应。CEPS的Diego Valiante研究员提出通过“债务货币化”,由欧洲央行发布“量化宽松”政策,入市购买国债,解决流动性问题。其同事Cinzia Alcidi研究员补充,当前要稳定金融财政系统,使统一的货币体系发挥最大作用,建议发行

统一债券,使意大利、西班牙等能以较低成本进行市场融资,稳定市场情绪。但是,欧央行首席经济学家斯塔克指出,发行欧洲统一债券将导致欧元区陷入类似希腊目前高额负债的困境。共同债券将推高信誉高国家的利率水平,这些国家的纳税人需作出重大牺牲。

2. 中期来讲,欧盟需要强化货币联盟制度监管,要求成员国实施财政紧缩政策,并推进内部经济社会改革,削减福利,提高产业投入,重获竞争力。Bruegel高级研究员尼古拉斯·韦龙认为,欧盟成员国的银行得到了拥有财政主权的政府的隐形担保,导致银行市场无法实现一体化,欧盟应当采取措施,切断政府与银行的联系。其同事Zsolt Darvas研究员等认为,问题国家的债务情况各有特点,而且对区内成员国和银行的影响不尽相同,需要在具体救助方案制定时有所区别。但解决欧债危机的迫切性已经不容置疑,可能发生的“多米诺骨牌效应”让任何一个当事国都无法独善其身。现在最见效的方案是恢复银行资产的良性运作,提升欧盟的援助能力,对某些公共债务进行重组,通过提升财政预算的统一性和竞争性,促进结构调整和经济增长,以推进问题国家的内部改革。

3. 从长期来讲,为了从根本上杜绝主权债务危机的再次发生,必须建立财政联盟和退出机制,完善经济制度。目前,解决欧洲债务问题的方式实际上是成员国政府间的转移支付,但由于积重难返,转移支付难度骤然增大。卡内基基金会高级经济研究员、前世界银行国际贸易处主任Uri Dadush建议在欧元区建立更大规模的统一财政。

这不仅可以将转移支付日常化,而且可以发行由欧元区各成员国共同担保的债券,从而使欧盟可以利用货币政策和财政监管两种工具对成员国的经济进行调控。但也有专家认为,建立财政联盟会遭受法律障碍、国内政治和外部势力等各方面的阻力。还有专家建议设立欧元区退出机制,以有效遏制问题成员国无节制的发放国债。

(二)欧债危机前景预测

1.理想情景。由欧洲中央银行(ECB)和欧洲金融稳定基金(EFSF)支持的短期救援计划获得成功,解决了流动性问题,推行了更加严厉的财政紧缩政策。经济变得更加开放,资本流动性回升,市场信心恢复,经济恢复增长,问题国家没有出现债务重组或违约的情况。但专家预测,目前看来这一可能性已微乎其微。

2.悲观情景。进一步扩大救援计划和 ECB 强力介入的计划被否决。希腊等国单方面决定退出欧元区。这些国家会调整通货,但因主权债务仍主要受欧元影响,在长期的退出程序中必然出现违约情况,危机也会继续向其他欧洲国家进行传导。同时,这些国家需要以国有资产作抵押进行借款还债,其关税或主要资产长期被其他国家所占有,必然导致民众敌视和不满情绪的蔓延,也将对欧洲一体化进程产生严重负面影响。

3.暗夜情景。救援计划和 ECB 的介入并没有将希腊等国的公共财政推回正常轨道。在欧元区内的经济强国同意进行大规模转移支付前,其他国家继续为希腊等国提供资助。这种情况旷日持久,可能导致希腊、葡萄牙、西班牙等国的金融重组和债务违约情况出现。除

非 ECB 再次介入,否则成员国央行之间的市场行为会被冻结。虽然上述三国在短期内会继续留在欧元区,但由于区内经济强国无法提供担保,市场对于欧盟援助意大利、西班牙等的政治意愿将失去信心。此外,德法等目前没有问题的国家也有可能遭受牵连。这种情景最终会导致欧元区的分崩离析,继续使用欧元的将剩下为数不多的几个欧洲大陆国家。

4.变局情景。ECB 强势介入,用“债务货币化”的办法发布中期量化宽松政策,解决短期流动性问题。欧元区内各成员国央行分担风险,共同注资,统一协调财政政策。ECB 的强势介入会使各成员国失去对欧洲货币联盟体系内负担共担机制的直接控制权,欧盟委员会借机通过统一预算推进经济一体化进程。同时,欧盟委员会将为长期投资提供新的资金来源,协同欧洲央行一起共同监督成员国经济紧缩措施的执行情况,建立欧元区的退出机制,并利用停止量化宽松政策以及减少刺激流动性措施等惩罚不遵照执行的国家。此外,成员国被迫寻求达成一项广泛和稳定的政治协议,应付 ECB 的独立介入所造成的负担共担的情况。一旦欧元区整体预算通过,欧盟委员会将会实施长期战略,提高经济孱弱国家的竞争性,迫使其在创新和机构改革上加大投入。这个情景出现的关键是建立对退出欧元区成员国的惩罚和约束机制。

三、欧债危机对世界经济和中国的影响

外方专家普遍认为,欧债危机对世界经济的影响不容乐观。IFO 的 Gernot Nerb 博士预测,2011 年、2012 年欧元区实际 GDP 增长

率将为 1.5%和 0.4%。这比 IMF 此前公布的预测数据 1.6%和 1.1%还要悲观。有专家提出,欧债危机对市场信心的冲击不可估量,会导致金融市场剧烈动荡,各股市大幅下跌,部分国家国债风险溢价将会持续走高。

中方专家认为,欧债危机对中国直接冲击不大,但间接影响十分明显。一是影响出口的稳定与增长。欧洲是中国的第一大出口市场,欧债危机对欧中贸易的负面影响已经显现。欧盟统计局 2011 年 9 月公布的数据显示,2011 年 7 月欧中贸易额同比下降 0.8%。其中,欧向中国出口同比增长 12.3%,高于同期欧总出口 4.1%的增速;但欧自中国进口同比下降 6.2%。欧债危机拖累欧洲经济的同时,必将拖累世界其他国家的经济发展,从而对中国的外贸产生影响。中国商务部前副部长魏建国认为,欧债危机对中国外贸的影响会在 2011 年四季度和 2012 年一季度进一步显现,预计明年中国的出口情况也不容乐观。二是人民币面临汇率升值和输入性通货膨胀压力。欧债危机导致欧元走弱,投资者为规避高风险资产会造成欧元持续贬值现象,使得人民币对欧元被动升值,中国出口商品的价格被抬高,从而削弱这些商品在欧洲市场的竞争力,给以欧元作为结算单位的中国企业带来很大的汇兑风险。同时,人民币升值会使我国成为国际热钱的避风港,进而推高我国资产价格,增大跨境资金监管难度。三是我国外汇储备中的欧元资产会出现缩水 and 购买力下降。□

(作者单位:宏观经济研究院科研部)