

# 欧洲主权债务危机演进及对中资银行的启示

罗宁 王婕

[摘要] 受全球金融危机的持续影响和欧元区制度问题的激化,欧洲主权债务危机呈愈演愈烈之势,逐步从边缘国家扩散至核心国家,并从主权债务危机向银行业危机演化。目前,欧元区重债国采取的财务整顿政策难以在短期发挥缩减赤字的作用,反而加大复苏风险;对重债国援助资金总量有限,其发放门槛徒增短期违约风险。欧洲央行购买国债虽有利于缓解危机恶化,但量化宽松的政策与其控制通胀的设立宗旨存在矛盾。在此背景下,中资银行应调整涉欧资产配置,进一步加强国别风险研究和管理,积极稳健地推进国际化经营,打造资产、业务和经营地域多元化的国际化银行。

[关键词] 欧元区;主权债务危机;银行业危机;中资银行

[文章编号] 1009-9190(2012)02-0066-08 [中图分类号] F83 [文献标志码] A

由希腊撬动的欧洲主权债务危机,自2010年以来呈现持续蔓延之势,葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙五国(以下简称“PIIGS五国”)主权信用评级被相继大幅下调,法国、德国也难以独善其身,欧元区或面临生存考验。同时,随着危机从主权债务向银行业蔓延,市场资金链日趋紧张,各种负面信号不断显现,银行业危机一触即发,全球经济金融或遭遇新一轮冲击,未来面临的形势不容乐观。本文系统回顾了欧债危机的演化路径,并就危机爆发以来欧洲所采取的救助措施进行综合评述,进而指出未来欧债危机可能的走势及带来的影响,最后给出中资银行应对欧债危机的可行策略。

## 一、欧洲主权债务危机的演化路径与最新趋势

### (一)从欧元区边缘国向核心国蔓延

2010年爆发的希腊主权债务危机成为撬动欧洲乃至全球风险的“杠杆支点”,引发了国际金融市场的剧烈波动。其后,爱尔兰、葡萄牙相继向欧盟提出援助请求,倘若危机仅限于这三个边缘国家,其实质影响仍然有限,一旦欧元区中坚国意大利、西班牙陷入危机,欧洲经济将遭遇重创,全球金融市场也将受到严重影响。长期以来,意大利公共债务一直维持较高水平,据IMF(2011)统计,2000~2008年意大利公共债务总额占GDP比重均值达106%,2010年更是接近120%。面对欧元区第三大经济体规模庞大的公共债务,欧洲在“太大而不能倒”与“太大而很难保”之间左右为难。2011年11月初,欧洲清算所宣布提高对意大利各期限债券相关初始保证金要求,使得意大利10年期国债收益率直接向上突破了7%的心理点位,主权债务风险不断攀升。就西班牙而言,在金融危机以及房地产泡沫破裂对经济产生严重冲击的背景下,西班牙银行业高额的救助成本可能使政府陷入债务泥潭。根据欧洲银行管理局2011年10月27日公布的数据,西班牙银行需注资261.61亿欧元,几近整个欧洲银行业所需注资总额的四分之一。虽然西班牙政府推出了一系列财政整顿措施,并且与希腊等国相比其减赤行动成效较好,但经济增长前景恶化使得西班牙国债市场承受的压力不断加大。

近期欧元区主要国家及金融机构信用评级连续遭到三大国际评级机构的下调,除深陷主权债务危机的PIIGS五国外,比利时、奥地利、荷兰等国开始引起市场关注,欧元区第二大经济体法国的AAA信用评级遭受质疑,危

[收稿日期] 2011年11月2日

[作者简介] 罗宁,男,中国工商银行城市金融研究所,博士,E-mail: luoning.cs@icbc.com.cn(北京,100032);王婕,女,中国工商银行城市金融研究所,经济师,CFA。

机从边缘国向核心国蔓延趋势已基本确立。截至 2011 年 12 月 31 日,法国与德国的 2 年期和 10 年期国债收益率差分别由年初的 9.6 个基点和 41.9 个基点上升至 66.5 个基点和 131.9 个基点<sup>①</sup>。如若未来法国主权信用评级被下调,欧债危机将进一步滑向深渊。

## (二)从主权债务危机向银行业危机转化

随着欧债危机持续恶化,主权债务危机向银行业危机转化的趋势逐渐明显。根据国际清算银行(BIS)统计数据,截至 2011 年 6 月末,欧洲银行业持有的希腊债务总额达 1 363 亿欧元,其中,法国银行业持有希腊债务 557.4 亿美元,德国银行业持有 213 亿美元债务。此外,法国、德国银行业持有 PIIGS 五国债务风险敞口分别达到 6 704.4 亿欧元和 5 195 亿欧元。尽管 2011 年 3~4 季度德法银行业大幅减持相应风险头寸,但整体规模仍相对较大。这一方面意味着坏账风险提高,对金融市场造成直接冲击;另一方面,在欧盟更高的资本要求下,德法银行业收缩信贷倾向增强,导致经济活力下降。可以预见,随着欧债危机的进一步演化,市场恐慌情绪加剧将导致资金链更趋紧张,银行体系流动性将面临严重威胁。

近期欧元区成员国及英国的众多银行信用评级被三大国际评级机构下调,显示市场对欧洲银行业的忧虑上行。目前已被拆分的德克夏银行集团可能只是欧洲银行业“多米诺骨牌”倒下的第一家银行,如若未来银行业流动性缺乏的困境进一步深化,一场新的危机或将爆发。随着盈利预期恶化及更高资本金要求等问题日益严峻,欧洲各大银行纷纷宣布裁员措施。截至 2011 年 11 月初,西欧各大银行的裁员总数已经达到了 86 273 人<sup>②</sup>,根据巴克莱银行、瑞士信贷集团等大银行的公告,未来还将进一步削减工作岗位。事实上,在欧债危机的阴影下,全球金融业都面临着严峻的考验,与欧洲联系紧密的美国金融业首当其冲。美国第五大期货交易商全球曼氏金融公司(MF Global)因投机欧债失利出现巨额亏损,债权人信心开始动摇,要求追加回购协议的抵押品,导致其资金周转不灵而陷入破产。曼氏金融公司的案例表明,欧债危机的蔓延已不再局限于欧洲大陆,全球金融市场甚至实体经济未来或将面临严重的冲击。

## 二、欧洲主权债务危机爆发的根源探析

### (一)全球金融危机的持续影响

本轮金融危机爆发以来,全球经济出现深幅下滑,至今仍未能回到危机前的产出水平,难言实现了真正的复苏。截至 2011 年第 3 季度末,七国集团中仅加拿大的实际 GDP 大幅高于危机前峰值水平,美国和德国实际 GDP 接近危机前的水平,法国稍稍落后,而英国、意大利和日本的实际 GDP 则远低于危机前水平。值得注意的是,当前全球经济不仅仅只是处于一场传统的深度衰退,除了产出与就业大幅下滑外,债务、信用等方面急剧恶化,金融市场面临着严峻的去杠杆化过程。为了控制经济下滑势头,欧美发达经济体实施了大规模金融救助政策和超常规的财政刺激方案,但同时使政府财政赤字大幅攀升,而缓慢的经济复苏则使政府偿债能力难以赶上债务积累的步伐。2008~2010 年,由于欧洲经济复苏计划的实行,欧元区财政赤字增加了 3 倍左右,而 GDP 却在 2009 年大幅萎缩 4%之后维持缓慢复苏趋势,2010 年 GDP 同比仅增长 1.7%。截至 2010 年年末,欧元区财政赤字与公共债务占 GDP 比例分别为 6%和 85.1%,其中,作为欧债危机震源的希腊,财政赤字与公共债务占 GDP 比例分别达到 10.5%和 142.8%。这些数据显示出本轮金融危机有别于以往危机的一个新特点,即欧美发达经济体通过政府的“再杠杆化”来支持金融机构私人部门的“去杠杆化”。

所谓“杠杆化”,简单而言是指借债进行投资运营,以较少的本金获取高收益。这种模式在金融危机爆发前为不少企业和机构(特别是投资银行)所采用。杠杆化带来的高收益往往使人们忽视了与其同时伴生的高风险。直至危机爆发,个人或企业才被迫减少使用金融杠杆,并把之前通过各种方式或工具“借”到的钱退还出去,而这就是“去杠杆化”的过程。随着越来越多的投资者与金融机构加入“去杠杆化”的行列,大量复杂、高杠杆倍数的投资工具被逐步放弃,衍生品市场面临萎缩,相关行业受到冲击,市场流动性大幅缩减,实体经济面临衰退。本轮金融危机爆发后,欧美政府实施的刺激政策并未使私人部门的资产负债表得

<sup>①</sup> 数据来源: Bloomberg, IMF, 中国工商银行城市金融研究所数据库,文中其他数据如未特别注明出处,来源与此相同。

<sup>②</sup> 数据来源: 张颀, 2011. 全球金融业三大巨头齐裁员[N]. 东方早报, 2011-11-03(A30)。

到真正修复,而只是将原来私人部门的债务问题转移到了政府。随着政府债务风险的不断积聚,主权债务危机最终爆发。

从目前情况看,发达经济体政府和个人资产负债表的结构性调整尚未完成,全球金融危机对经济增长形成的负面影响仍将在较长时期内得以持续。要彻底走出金融危机的影响,就必须真正修复资产负债表,也就是家庭、企业、政府通过降低债务水平“去杠杆化”,这将是一个长期而曲折的过程。

### (二)欧元区制度问题的集中爆发

欧元区重债国家面临的问题并非周转不灵的流动性问题,而是入不敷出的结构性问题。在欧元区成立之初,成员国的经济实力就参差不齐。根据欧盟《稳定与增长公约》的要求,欧元区成员国必须达到下列标准:一是政府财政赤字占当期GDP的比例不得超过3%,二是国债总额必须保持在GDP的60%以下或正在快速接近这一水平,三是通货膨胀率较3个最佳成员国上年通货膨胀率均值不能超出1.5个百分点。当时真正满足这一系列标准的成员国并不多。希腊在加入欧元区之前,经济状况与政府财政状况均相对较弱,通货膨胀率、外部债务远超欧元区规定标准。但2001年1月在做出遵守有关财政赤字与债务等限制性规定的承诺后,希腊仍然得以加入欧元区。此后,随着欧洲一体化进程的推进,包括希腊、爱尔兰、葡萄牙等在内的成员国均形成了以高福利为主要特征的社会保障制度。希腊等国脱离自身经济实力水平的高福利制度与不堪重负的财政状况之间的矛盾日益深化,致使主权债务风险不断积累,最终酿成撼动整个欧元区的危机(罗宁,2011)。

欧债危机的爆发凸显欧元区内部“拥有统一货币政策而缺失统一财政政策”的弊端。成员国往往借助欧洲央行稳定欧元的措施,以低利率获得长期融资,同时其扩张性财政行为可能带来的通货膨胀、汇率波动等问题又可以在一定程度上得到整个欧元区的稀释。财政与货币政策不统一的体制缺陷助长了部分成员国的财政松弛状况。截至2010年年底,希腊财政赤字占GDP的比重为10.5%,国债占GDP比重更是高达142.8%,其他PIIGS国家财政赤字和债务占GDP比重也大都远超3%和60%的国际警戒线(见表1)。

表1 PIIGS五国国债与赤字占GDP比例(%)

	葡萄牙		爱尔兰		意大利		希腊		西班牙	
	国债占比	赤字占比	国债占比	赤字占比	国债占比	赤字占比	国债占比	赤字占比	国债占比	赤字占比
2000年	50.5	-2.9	37.8	4.8	107.9	-0.8	103.4	-3.7	59.3	-1
2001年	52.9	-4.3	35.6	0.9	106.6	-3.1	103.7	-4.5	55.5	-0.6
2002年	55.6	-2.8	32.2	-0.3	103.5	-2.9	101.7	-4.8	52.5	-0.5
2003年	56.9	-2.9	31	0.4	98.5	-3.5	97.4	-5.6	48.7	-0.2
2004年	58.3	-3.4	29.7	1.4	94.2	-3.5	98.6	-7.5	46.2	-0.3
2005年	63.6	-6.1	27.4	1.6	92.1	-4.3	100	-5.2	43	1
2006年	63.9	-4.1	24.8	2.9	88.1	-3.4	106.1	-5.7	39.6	2
2007年	62.7	-2.8	25	0	84.2	-1.5	105	-6.4	36.1	1.9
2008年	65.3	-2.9	44.3	-7.3	89.6	-2.7	110.3	-9.4	39.8	-4.2
2009年	76.1	-9.3	65.5	-14.4	96.2	-5.3	126.8	-15.4	53.2	-11.1
2010年	93	-9.1	96.2	-32.4	119	-4.6	142.8	-10.5	60.1	-9.2

注:赤字占比中负号代表财政赤字,正号代表财政盈余。

总的来看,欧债危机并非简单的赤字问题,也非纯粹的债务问题,而是增长问题以及如何通过增长实现为公共债务融资的问题。在现有的制度体系下,各利益集团在救助希腊等危机成员国的行动上,始终难以达成一致,其反复、持续的博弈已多次延误救助最佳时机,市场信心遭受重重打压。欧洲就主权债务危机的讨论至今仍未就结构性的根源问题得出解决方案,未来走势堪忧。在欧元不萎缩、解体,债务不重组的情况下,能否走出欧债危机,关键在于能否走出一条不依赖财政和货币等需求刺激,甚至在一定需求紧缩的环境下,借助制度变革和生产率提高的发展道路。此前,欧盟委员会主席巴罗佐提出的《通往稳定和增长的路线图》,从某种程度上看只是形式意义大于实质影响的政策愿景。欧洲一体化进程尚需更多制度方面的努力,才有可能摆脱危机影响,走上“稳定和增长”之路。

### 三、危机爆发以来欧洲救助措施评析

#### (一) 缩减赤字短期难有成效 财政整顿加大复苏风险

为了抑制主权债务风险的持续攀升,希腊等欧元区重债国相继推出了一系列财政整顿、缩减赤字措施,但从其具体实施以及最新进展来看,短期内难以产生明显成效、实现预期目标。一方面,削减政府支出和提高税收会大幅度降低国民福利水平,各国政府在推出财政紧缩政策过程中,民众频频集会、游行和示威,甚至爆发了大规模暴力冲突,执政党面临较大的国内压力。同时,党派之间的政治博弈也导致立法行动迟缓,其往往通过全民公投来转移政治矛盾,重大的政策难以及时推行。另一方面,计划并未推行实质性的经济结构调整,而仅仅是从社会发展层面推行综合改革。改革措施不仅较为模糊,而且具有明显的时滞效应,资金支持亦严重不足,无法给予经济增长更多的支撑,这也增加了外界对该计划可持续性的质疑。值得注意的是,削减财政赤字还会通过两个途径对经济复苏形成阻碍:第一,降薪和增税会降低国民的私人财富水平,从而降低私人消费对经济增长的支撑作用;第二,作为希腊等国经济增长的重要动力,政府支出的削减将会极大地减弱经济增长的动力,并可能会逐步形成“财政紧缩→经济衰退→财政赤字占GDP比重继续上升→评级机构继续下调主权评级→财政紧缩”的恶性循环,进一步加剧政府财政政策调整的难度。

以希腊为例,希腊财政部分别于2010年1月和3月公布了削减财政赤字计划和补充方案,同时还提出了改善公共财政的质量、增长和就业促进措施、推动私营部门发展、提高政府部门效率、交叉干预等具体措施。但根据2011年11月16日希腊财政部公布的数据,2011年前10个月希腊政府预算赤字同比增加11%,至201亿欧元,已无法实现此前紧缩计划的7.6%阶段目标。为实现欧盟与IMF制定的财政目标以换取援助,希腊迄今采取的一系列紧缩和增税措施已对其经济复苏形成较为明显的阻碍。根据2011年9月IMF《世界经济展望》报告预测,2011年希腊经济将在上一年下滑4.5%的基础上进一步萎缩5%,并将在2012年继续萎缩2%。与此同时,弱于预期的经济状况也导致预算赤字缺口不断扩大,2011年、2012年希腊公共债务占GDP比重将分别达到165.6%和189.1%。考虑到上述因素,IMF总裁拉加德在强调了发达经济体必须通过可信的财政整顿计划恢复财政可持续性的同时,也指出需避免刹车踩得过急而危害复苏的进程,并导致就业前景恶化。事实上,市场本身也很难相信在长期经济停滞、失业率居高不下及社会不满情绪持续发酵的情况下,削减赤字的承诺能够得到履行。但对于深陷主权债务危机的国家而言,既需要关注财政整顿措施,又需要为经济增长和就业提供支持,实在近乎是一个“不可能完成的任务”。

#### (二) 资金援助总量有限,发放门槛徒增短期违约风险

在欧债危机爆发以来,欧盟采取的诸多救援行动中,总额达4400亿欧元的欧洲金融稳定基金(EFSF)一直担任着核心角色。EFSF主要通过发债方式融资,并采取贷款便利协议和直接贷款的方式提供援助。EFSF发行的债券由欧元区成员国提供担保,每个国家承担的担保份额根据其在欧洲央行的股权比例确定。其中,德国履行的担保金额最高,为1193.9亿欧元,在EFSF的出资中占比为27%,法国履行的担保金额也到达896.6亿欧元(见表2)。EFSF从三大国际评级机构均获得最高信用评级,于2010年8月4日开始全面运作。当欧元区国家出现财政困难时,该计划可以迅速启动成员国承诺的贷款担保和信用额度,以抑制主权债务风险的升级和蔓延。但值得注意的是,一方面,从目前来看欧元区重债国家所需的救助金额可能远远超出EFSF的总体规模;另一方面,为确保其所发债券的“AAA”级别,EFSF还需留存相当一部分资金作为储备。因此,随着援助需求的不断扩大,一旦EFSF不能拨付足额的资金将严重打击市场对欧元区的信心,欧债危机走势

表2 欧元区成员国对EFSF4400亿欧元债券的担保份额(百万欧元)

国家	担保金额	国家	担保金额
比利时	15 292.18	荷兰	25 143.58
德国	119 390.07	奥地利	12 241.43
爱尔兰	7 002.40	葡萄牙	11 035.38
西班牙	52 352.51	斯洛文尼亚	2 072.92
法国	89 657.45	斯洛伐克	4 371.54
意大利	78 784.72	芬兰	7 905.20
塞浦路斯	863.09	希腊	12 387.70
卢森堡	1 101.39		
马耳他	398.44	总计	440 000.00

或将更为严峻。在2011年10月欧盟峰会就EFSF扩容议题基本达成一致后,12月的欧盟峰会就短期资金救急方面进一步做出了两项决定:一是向国际货币基金组织增资2000亿欧元以应对债务危机;二是提前一年,即于2012年7月启动欧元区永久性救助工具——欧洲稳定机制(ESM),其资金规模将为5000亿欧元。但是,围绕救助资金问题市场仍存在两方面疑惑:第一,无论是EFSF扩容,还是提前启动ESM以及向IMF增资,其资金由何处来?能否顺利取得?第二,即使EFSF顺利扩容、ESM启动,其是否能够向债务危机国提供足够的援助,帮助其渡过难关?近期意大利、西班牙等国主权债务风险急剧攀升,进一步降低了市场对EFSF、ESM救援效果的预期。其中,意大利公共债务总额约1.9万亿美元,在GDP中占比达120%,仅好于希腊。一旦未来西班牙、意大利相继陷入危机,EFSF或者ESM可能难以提供足够的资金援助,其稳定欧债危机走势的功能将面临较大挑战。

此外,欧债危机中各利益主体的反复博弈也较为鲜明地体现在援助资金的发放过程中。欧盟及IMF自2010年5月确定了第一轮援助希腊计划的1100亿欧元方案之后,曾多次出现因希腊减赤不力等问题而延迟发放援助资金的情况,导致主权债务风险几度飙升。2011年6月原定将到位的第5笔120亿欧元援助资金迟迟未能发放,希腊国债收益率急速上行,6月30日至7月19日2年期国债收益率上升146个基点至39%。2011年9月欧洲财长会议决定推迟释放对希腊的第6笔80亿欧元援救款,11月初又因希腊宣布对欧盟峰会达成援助协议举行全民公投再次推延资金发放,截至11月28日,希腊2年期国债收益率已上升至128%。11月30日,欧盟才宣布决定发放该笔援救款。但对希腊的新一轮援助计划,欧盟自7月22日在资金总额等方面达成一致后,有关具体实施细则的讨论却被不断推后,市场对希腊违约的忧虑不断上升。根据新一轮援助希腊计划,两轮救助资金规模总计将达2190亿欧元,约为希腊总债务水平的2/3。假如救助资金能一次性援助希腊或用于债务重组中向受损金融系统注资,希腊乃至整个欧债危机的走势很可能是另一番景况。

### (三)购买国债缓解危机恶化,量化宽松面临制度瓶颈

事实证明,欧洲现有的政治决策机制难以在解决欧债危机的问题上实现有效、快速前进,财政上的改革进展仍然缓慢。在此背景下,欧洲央行开始扮演“救火队员”的角色,在二级市场大量购买希腊、意大利等重债国国债,力图降低其利息费用。自2010年5月以来,欧洲央行累计购买债券超过1900亿欧元,其中2011年8月欧洲央行全面启动购买PIIGS五国国债,对于缓解重债国主权风险上升发挥了积极作用。但欧洲央行大规模购债也可能形成三方面风险:一是欧洲央行自身资产风险,购买危机国国债可能损害其资产质量,未来如若其所持危机国国债资产需参与资产减记,可能会对其资产负债表形成较大冲击;二是欧元区通胀风险,欧洲央行大规模购债,相当于向市场发行了大量货币,可能会对欧元区物价水平造成负面影响,2010年6月至今欧元区消费者物价调和指数持续攀升,在一定程度上已经反映出这一风险;三是成员国道德风险,欧洲央行购买部分成员国国债的行为,可能引发欧元区内部矛盾升级,助长获援成员国的道德风险(郑联盛,2010)。

基于上述原因,欧洲央行在担负起救助债务危机责任的同时,也受到以德国为代表的部分成员国的指责。德国总理默克尔指出,欧洲央行的主要任务应是保护欧元区不受通货膨胀困扰。事实上,在欧洲央行成立之初,其设定的主要职能的确是“维护货币的稳定”,而量化宽松政策的实施将与这一政策目标背道而驰。从长期来看,量化宽松实质上是将主权风险转移至欧洲央行,结果可能加剧通胀风险,导致欧元大幅贬值,虽可以在短期内缓解欧债危机,但对欧元区经济持续稳定埋下隐患,并可能导致全球外汇市场剧烈波动,加大国际金融市场风险。随着欧洲危机的持续恶化,各成员国始终未能就解决危机的办法达成一致,市场要求欧洲央行采取行动的压力不断加大。欧洲央行作为欧元区惟一的货币发行机构,世界上第一个管理超国家货币的中央银行,在面临制度瓶颈之际所做出的选择,将对欧债危机乃至全球经济金融形成重大影响。

### (四)财政联盟尝试破冰,利益纷争导致短期难见成效

2011年12月的欧盟峰会就“财政联盟”相关问题展开了进一步探讨,通过了一项旨在约束成员国财政政策的协议,这在一定程度上缓解了欧元区财政与货币政策不统一背景下欧洲央行面临的困境。市场希望欧盟就财政契约达成积极成果之后,能为欧洲央行加大购债力度铺平道路。但目前达成的“联盟协议”仍然缺乏“实质性新措施”,也使市场对其财政一体化前景充满忧虑。事实上,德法两国原本希望通过修改欧盟《里斯本条约》来强化财政纪律,但迫于英国反对,不得不选择另立条约,这也反映出欧盟内部在财政统一方面的博弈仍在继续,利益的协调可能将成为财政一体化的主要障碍。

#### 四、危机下一步走势及影响分析

##### (一)核心国可能陷入危机 欧元区或面临生存考验

随着欧债危机的持续恶化,主权风险从欧元区边缘国向核心国蔓延,此前一直保持 AAA 评级的法国和德国可能因针对危机国的持续援助而使自身的债务风险不断攀升,危机导致欧洲内需下滑、国际贸易低迷或将对两国经济造成较大冲击,加大主权债务风险。

从法国来看,一方面,向债务危机国提供的贷款援助、为 EFSF 提供的资金和担保以及潜在的银行重组支持,已对法国的主权信用评级产生不利影响;另一方面,法国自身借款成本持续高企、经济形势恶化,将会加剧法国政府面临的财政困难,并可能最终导致法国的主权信用评级遭到下调。全球金融危机爆发以来的经济刺激计划使法国公共债务在 2009 年剧增至 1.489 万亿欧元,占 GDP 的 78.3%,超过了欧盟《稳定与增长公约》规定的 60% 的上限。据法国预算部报告,2011 年法国公共债务占 GDP 比重将达 85.4%,2012 年还将进一步上升。从德国来看,作为欧元区经济实力与财政状况最好的成员国,德国一直被称为欧元区经济增长的“火车头”。德国国债在欧债危机爆发以来也被视为重要的避险资产,受到大量资金追捧。但随着欧债危机的持续恶化,德国也难以独善其身。救助成本的持续上升与出口增长放缓,使德国经济增速受到较大影响。根据德国经济顾问委员会 2011 年 11 月提交的年度经济评估报告,2012 年德国经济增速将降至 0.9%。

截至 2011 年 12 月 31 日,法国和德国的主权 CDS 已分别升至 220.0 点和 102.2 点,较年初分别上升了 112.1 个基点和 42.9 个基点。如若未来德法两国陷入危机,欧元区将面临生存考验。据媒体报道,为了避免主权债务危机蔓延至核心国,德法已经开始就欧元区“瘦身”事宜进行探讨,希望模仿申根条约模式,制定一个新稳定条约,只有欧元区少数国家加入,形成一个“小欧元区”。事实上,无论是让边缘国“退出”还是欧元区“瘦身”,对欧元区与欧元而言都将是一次难以接受的打击,成员国中谁去谁留的问题或将引发更为复杂而持久的博弈,欧债危机将在这场博弈中进一步滑向深渊。

##### (二)银行业危机一旦触发,全球经济或遭遇新一轮冲击

随着危机从主权债务向银行业蔓延,市场资金链日趋紧张,坏账增加、流动性恶化、信贷萎缩、融资成本飙升等负面信号不断显现,银行业危机一触即发。特别是在 2012 年年初各国财报和银行年报将陆续发布,相关债务将以市价入账减记,这极有可能触发新的风险事件。一旦银行业危机爆发,可能加剧主权债务危机的恶化趋势。一方面,考虑到银行对于金融系统乃至宏观经济的重要影响,政府往往会对陷入危机的银行施以援手,这将进一步增加政府负担,而银行业危机引发的信贷紧缩又会降低金融对实体经济的支持,经济增速下滑的可能性加大,使政府债务偿付能力难以提升,导致主权债务风险迅速上升;另一方面,为避免危机进一步恶化,银行将努力寻找资金注入,导致银行业与主权债务之间形成极大的融资竞争关系。根据 2011 年 10 月欧盟峰会达成的协议,欧洲主要银行被要求在 2012 年 6 月前将资本充足率提升至 9%,存在约 1 147 亿欧元缺口。同时,2012 年是欧元区国家债务到期的高峰期,PIIGS 五国到期债务规模达 4 061 亿欧元。巨额的融资竞争关系可能导致银行业危机与主权债务危机更趋恶化。

面对银行业危机与主权债务危机的双向强化,发达经济体政策制定者在传统政策对于刺激经济已经捉襟见肘的情况下,可能将陷入束手无策的尴尬境地。危机引发的信贷缩减、需求低迷将对全球其他经济体、特别是新兴市场经济体造成较大影响。全球新兴市场取得的外国放款中,欧洲银行业占比近 2/3,据摩根士丹利预测,2012 年年底欧洲银行业缩减幅度可能高达 2 万亿欧元,这将导致对新兴市场的整体放款减少 5 000 亿欧元以上。与此同时,发达市场需求持续低迷将对新兴市场出口贸易造成较大冲击,新兴市场经济体快速增长的势头或将受挫。危机持续蔓延可能导致的贸易保护主义情绪升温、“货币战”不断升级,将使全球经济遭遇新一轮冲击,未来形势不容乐观。

#### 五、中资银行的应对策略建议

##### (一)针对欧债危机造成的潜在影响,中资银行应调整涉欧资产配置、加强风险防范

从目前来看,欧债危机在未来短期内难有好转,对欧洲银行业乃至全球金融业的负面影响不断加深,这也

对中资银行持有的欧债以及相关资产与业务安全构成威胁。中资银行持有的欧洲发行体债券大部分来自于法国、德国等大型经济体和稳定的中北欧经济体,对欧元区边缘国家发行体债券持有量较少,因此中资银行面临的直接风险不大,但希腊债务一旦违约有可能引发连锁主权债务违约,进而严重冲击金融市场,导致信用市场走势持续疲弱以及市场流动性转差,信用利差普遍展宽,价格下跌幅度较大,投资收益的不确定性将增加。

因此,针对欧债危机系统性风险加大且可能触发银行业危机的情况,中资银行应调整涉欧资产配置,认真分析持有的政府及政府机构债、金融机构债、企业债等各类涉欧债券的风险敞口,对余期较长的债券经审慎判断后,可择机减持,尽可能把欧债的不确定风险降到最低。同时,在准确研判国际经济金融走势的基础上,深入研究下一步的债券投资策略,稳步推进外汇资产投资的多元化,确保外汇资产安全和收益稳定增长。此外,针对欧债危机持续恶化导致国际金融市场波动性加剧的情况,应紧密跟踪市场行情、各类发行体、交易对手和客户的风险变化情况,及时研判防控风险,尤其要做好市场极端情况下的风险敞口管理,同时注意防范交易业务中叠加的操作风险。

### (二)加强针对发达经济体的国别风险评估体系建设,减少对外部评级机构的依赖

本次欧债危机充分暴露了发达国家同样存在主权违约等国别风险的现实,并表现出与发展中国家不同的风险特征,如跨国传染效应更为明显、政治博弈更为激烈。这对中资银行构建面向发达经济体的国别风险评估体系有着现实的借鉴意义。中资银行无论是在境外申设机构、并购扩张,还是对境外经营运作统筹制定战略规划,都需要以全局性、系统性、前瞻性的国际化风险研究作为基础。一方面,国别风险关系到一国的政治、经济、金融、法律及重大事件等多个维度,是国际化经营的主要风险;另一方面,国别风险具有传染效应,对于地缘关系紧密或经济往来密切的国家尤为明显,在极端情况下甚至会引发全球性危机。这就要求中资银行重视分析国别风险的连带效应,将国别风险研究提升到国际化系统性风险研究的层次,从国际化拓展的整体角度把握可能遇到的所有系统性风险。

当前以标普、惠誉、穆迪三大国际评级机构为主导的国际信用评级体系在危机中暴露出了一系列的缺陷和不足,例如,对潜在危机的预警滞后致使对评级结果的调整滞后,具有顺周期特性,对金融市场的运作具有推波助澜的作用,信用评级机构高度垄断,缺乏制衡等等。特别是在针对发达经济体的国别风险评估方面,现有的外部评级机构难以提供准确、有效的评价与建议。因此,为加强针对发达经济体的国别风险评估体系建设,减少对外部评级机构的依赖,中资银行应进一步加强国别风险研究和管理,加快完善适应未来发展需要的集团风险管理架构及配套制度,健全境内外控股机构的风险管理机制,真正使风险管理覆盖到整个业务经营体系。

### (三)化危机为机遇,加速拓展海外市场

应该看到,欧债危机的深化在引发全球系统性风险的同时,也为中资银行海外拓展创造了巨大空间。中资银行应抓住这难得的机遇,沿两大路径提速海外扩张。

路径一:中资银行应快速反应,紧紧追随企业客户,抢占海外业务的先机。一方面,为应对主权债务危机,欧元区重债国家已开始通过私有化国有企业来达到筹集资金、减轻政府债务负担的目的。这为中国企业创造了难得的出海机会,比如,中国长江三峡集团成功以26.9亿欧元的价格购得葡萄牙电力公司21.35%的股份,中国国家电网也进入竞购葡萄牙国家能源网的“短名单”,这些并购活动的背景是葡萄牙政府与欧盟和国际货币基金组织达成的780亿欧元纾困协议中要求葡萄牙政府对其国有企业全面私有化以筹资50亿欧元<sup>①</sup>。而这仅仅是拉开了欧元区高负债国家出售国有资产的序幕,后续潜在机会众多,中资银行应发挥其在捕捉市场机会上的优势,积极为致力于走向海外的中国企业提供从寻找潜在并购机会到协助尽职调查、担当财务顾问,再到组建银团贷款、协助进行多渠道融资的全流程服务。另一方面,面对欧元区国家经济将持续低迷的走势,一些以往在贸易投资领域对西欧国家依赖程度很高的国家,将不得不寻找新的贸易投资国,以保持自身的经济增长,如欧盟成员国中的中东欧国家<sup>②</sup>,而这些国家也恰恰是中国开拓新市场的理想选择。据商务部数据,仅2010年一年,中国

<sup>①</sup> 资料来源:詹铃,2011.“私有化”纾困欧债起步,三峡借机控股葡电力[N/OL]. [http://epaper.21cbh.com/html/2011-12/27/content\\_14658.htm?div=-1](http://epaper.21cbh.com/html/2011-12/27/content_14658.htm?div=-1)。

<sup>②</sup> 中东欧国家主要是指2004年加入欧盟的新成员国,包括保加利亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚等10个国家。

对中东欧投资实现 4.2 亿美元,同比增长 10.2 倍,远高于对欧盟投资 101% 的增长幅度。与此同时,2010 年中东欧 10 国对华实际投资 6 763 万美元,同比增长 56.2%,增幅远高于同期欧盟对华投资 8.7% 的增长<sup>①</sup>。相较于西欧国家在贸易和关键行业上设置的较高壁垒,中东欧的市场准入更有利于中国企业,同时,这些国家的基础设施建设相对薄弱,中国企业在承包基础设施、能源、交通等领域存在较大机遇。这一良好的战略合作空间,为中资银行紧紧跟随客户需要,拓展海外投资银行、贸易融资、银团贷款等高利润业务,进而提升在欧盟市场的品牌知名度和影响力提供了难得的机遇。

路径二:中资银行应充分利用当前国际金融市场大分化、大调整背景下,一些国家市场准入放宽,不少国际金融机构收缩或减缓市场扩张的特殊情况,坚持积极稳健地推进国际化经营,捕捉机遇扩展国际市场,打造资产、业务和经营地域多元化的国际化银行。特别是部分欧美大银行出于补充资本金、减少亏损等目的在实施大规模裁员后又陆续开始出售一些非核心业务,例如,法国兴业银行计划通过资产处置方式冻结规模达 40 亿欧元的资本,而汇丰控股也在计划出售其非寿险业务,并在为其加拿大零售经纪业务寻找买家等<sup>②</sup>。面对补充资本金的持续压力,欧美银行在未来一段时间内出售业务的行为可能还会继续,其中不乏中资银行亟待强化的战略型业务,如投行业务、零售业务等,这为中资银行通过收购加快海外扩张步伐创造了潜在机会。

总之,未来一段时间内,欧债危机继续向银行业危机转化已成为大概率事件,面对这一复杂的市场环境,中资银行应调整策略,积极加以应对。一方面,应科学配置涉欧资产,有效管理风险敞口,出于长期发展考虑,应着力于打造自己的国别风险评估体系,减少对外部评级的依赖,以及时准确地对市场风险做出反应。另一方面,不应因欧元区的危机而放缓自身海外扩张的步伐。历史经验表明,众多国际领先银行恰恰是把握住了危机过后市场复苏初期的难得机遇,通过兼并、收购、紧跟客户实现了在全球的跨越式发展,而中资银行凭借稳健的经营结构、较低的杠杆比率和出色的盈利能力目前在国际银行业中独树一帜,有能力也有必要抓住危机掩盖下的难得机遇努力向国际化银行的目标迈进。

#### [参考文献]

- 罗宁,2011. 欧美债务危机的演进比较及中国对策[J]. 当代金融家 (10):104-107.  
 郑联盛,2010. 欧洲债务问题:演进、影响、原因与启示[J]. 国际经济评论 (3):108-122.  
 IMF,2011. World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks[R].

## The Evolution of Sovereign Debt Crisis in Europe and the Enlightenment to Chinese Banks

LUO Ning WANG Jie

[Abstract] Affected by sustaining global financial crisis and the escalation of institution contradiction of Eurozone, sovereign debt crisis in Europe tends to be increasingly intensified, gradually expands from peripheral countries to core countries and switches from sovereign debt crisis to the banking crisis. At present, the financial overhaul policies adopted by heavily indebted countries in Eurozone are hard to reduce financial deficit in the short term but pose threats to economic recovery; the volume of funds to rescue heavily indebted countries is limited and setting rescue threshold may increase their short-term default risks; although the behaviour of European Central Bank to purchase sovereign bonds may alleviate the deterioration of crisis, such quantitative easing policy contradicts to the aim of ECB to control inflation. Under the above backgrounds, Chinese banks should adjust their asset allocation related to Europe, further enhance the research and management of country risk, push forward international operation pro-actively and steadily and try their best to establish international banks with diversified assets, business structures and business areas.

[Key words] Eurozone; sovereign debt crisis; the banking crisis; Chinese banks

(责任编辑:置心 校对:雨耕)

① 数据来源:张涵,2011. 并购、承包、融资支持——中资掘金中东欧私有化进程[N/OL]. [http://epaper.21cbh.com/html/2011-12/27/content\\_14688.htm?div=-1](http://epaper.21cbh.com/html/2011-12/27/content_14688.htm?div=-1)。

② 资料来源:石贝贝,2011. 应对欧债危机——欧洲银行裁员后在抛售资产[N/OL]. <http://www.21cbh.com/HTML/2011-9-14/zOMzcyXzM2NDY-zOQ.html>。