

文章编号:1005-9679(2011)06-0036-04

欧洲主权债务危机的根源、影响及警示意义

刘珍秀

(江西财经大学,江西南昌 330013)

摘要 自 2009 年以来,欧洲国家的主权债务问题一直被全球资本市场所关注,以 PIIGS 五国(希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、意大利)为代表的南欧多个国家的债务问题浮出水面,不仅引发了全球金融市场的剧烈波动,同时危及到整个欧元区乃至全球经济的稳定。本篇文章深入分析了欧洲主权债务危机的形成根源及影响,并揭示债务危机对各国的警示意义

关键词 债务危机;财政政策;危机传导

中图分类号:F831.59

文献标识码:A

自 2009 年以来,欧洲国家的主权债务问题一直被全球资本市场所关注,以 PIIGS 五国(希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、意大利)为代表的南欧多个国家的债务问题成为影响欧洲乃至全球金融市场稳定的一大隐忧。

2009 年 10 月初,希腊政府宣布该国 2009 年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计分别达到 12.7% 和 113%,远超欧盟《稳定与增长公约》规定的 3% 和 60% 的上限,全球三大评级公司标普、穆迪和惠誉随即分别下调希腊的主权债务评级,希腊债务危机拉开序幕。为帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国,防止危机继续蔓延,2010 年 5 月欧盟 27 国财长被迫决定设立总额为 7500 亿欧元的救助机制。欧盟的救助令市场信心得到一定修复,使欧元暂获喘息的时间。然而,债务危机一波未平,一波又起。2010 年 9 月,爱尔兰政府宣布预计 2010 年财政赤字会攀升至国内生产总值的 32%,2012 年爱尔兰的公共债务与国内生产总值相比预计将达到 113%,是欧盟规定标准的两倍。爱尔兰债务危机随即全面爆发,成为继希腊之后第二个申请救助的欧元区成员国。之后,市场焦点又立刻转向下两个目标:葡萄牙及西班牙。葡萄牙经济在金融危机后明显下滑,2009 财政年度财政赤字占国内生产总值的 9.4%,大大超出欧盟规定的 3% 的上限。西班牙则不仅债务规模庞大,同时存在房产泡沫、产能大量过剩的经济问题。作为欧元区第四大经济体,一旦西班牙爆发债务危机,后果将不堪设想。此外,作为欧元区第三大经济体的意大利也受到波及,

意大利的 10 年期国债与德国国债之间的收益率利差已升至十年来的新高。当前,持续一年多时间的欧洲债务危机仍有愈演愈烈之势,似乎只要欧元机制尚存漏洞,欧债危机就随时都有被再次引爆的可能。

一、主权债务危机的形成根源

我们认为,形成主权债务危机的根源是复杂的,既有其历史原因,又有其直接原因和内在根本原因。

首先,从爆发主权债务危机的直接原因来看,庞大的财政赤字和公共债务拖累了南欧国家的主权信用,从而导致债务危机一触即发。2008 年金融危机后,为了挽救金融市场和实体经济,西方发达国家普遍采用了扩张的货币政策和财政刺激政策。然而,扩张性的政策所带来的直接后果是各国公共债务水平的攀升和财政赤字的不断恶化。数据显示,自 2009 年以来,欧元区财政赤字占 GDP 的比重从 2008 年的 2% 大幅攀升至 6.3%,政府债务占 GDP 的比重由 2008 年的 69.8% 上升为 79.2%。其中,希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙成为主权债务危机的重灾区。高额的债务挫伤了投资者对于南欧国家主权信用的信心,市场恐慌情绪一度推升这些国家的国债收益率大幅上扬,从而导致借贷成本上升,影响了这些国家的国债融资。

其次,从历史原因来看,欧洲的高福利制度是加重政府财政恶化的原因之一。由于近些年来欧洲经济增长步入缓慢,这使得政府财政收入增加缓慢。与此同时,出生率的下降导致老龄化问题

作者简介:刘珍秀,本科毕业于江西财经大学会计学专业,自 2010 年起,为江西财经大学会计学硕士研究生。

严重,从而使得欧洲面临由老龄化所带来的一系列社会经济问题。例如劳动力短缺现象,政府在财政、养老以及医疗保险等方面的福利支出快速增长。为了维持高福利,政府难以将更多的资金投入经济增长上,从而令欧洲的经济越来越失去活力。随着政府赤字像滚雪球一样快速攀升,债务问题浮出水面,欧洲高福利制度难以维系。

表1 欧洲各国财政余额(负数代表赤字)
占GDP的比重(%)

	2006	2007	2008	2009	2010
欧元区16国	-1.4	-0.6	-2	-6.3	-6.0
德国	-1.6	0.3	0.1	-3	-3.3
法国	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
意大利	-3.4	-1.5	-2.7	-5.3	-4.6
西班牙	2	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
爱尔兰	2.9	0	-7.3	-14.4	-32.4
葡萄牙	-4.1	-2.8	-2.9	-9.3	-9.1
希腊	-5.7	-6.4	-9.4	-15.4	-10.5

数据来源:欧洲统计局

表2 欧洲各国公共债务占GDP的比重(%)

	2006	2007	2008	2009	2010
欧元区16国	68.5	66.2	69.8	79.2	85.1
欧盟27国	61.5	58.8	61.8	74	80.0
德国	67.6	64.9	66.3	73.4	83.2
法国	63.7	63.8	67.5	78.1	81.7
意大利	106.6	103.6	106.3	116	119.0
西班牙	39.6	36.1	39.8	53.2	60.1
爱尔兰	24.8	25	44.3	65.5	96.2
葡萄牙	63.9	62.7	65.3	76.1	93.0
希腊	106.1	105	110.3	126.8	142.8

数据来源:欧洲统计局

再次,欧洲各国经济结构长期发展失衡是债务危机形成的内在根本原因。事实上,自欧元区成立以来,欧元区内部各国竞争力的差异和宏观失衡日益显现。德国、法国作为欧元区的核心经济体,是欧洲内部竞争力相对较强的国家。然而,意大利、西班牙、希腊和葡萄牙近些年来出现了竞争力大幅下降以及贸易赤字严重恶化的问题。同时,西欧国家面临着房地产泡沫问题、中东欧国家的经济则受困于过高的经常项目赤字和外债。由于欧元区实行较低利率政策,使希腊等国能够享受低廉借贷成本以维持经济增长,从而掩盖了其生产率低但劳动成本高等结构性问题。

在金融危机的冲击后,欧洲经济陷入了有史

以来历时最长、程度最深的衰退,2009年欧盟经济萎缩了4.1%,2010年以来随着步入缓慢复苏,欧元区整体经济增长了1.7%。然而,各成员国经济发展呈现失衡局面。德国在2010年全年实现经济增长3.6%。法国2010年全年经济增速达到1.6%。其他成员国因饱受债务问题的困扰,经济增长不尽人意。例如,西班牙2010年GDP下滑0.1%,爱尔兰经济下滑1.0%,希腊经济下滑4.5%。

表3 欧元区各国GDP增长率(%)

国家	2006	2007	2008	2009	2010
意大利	2.0	1.5	-1.3	-5.2	1.3
西班牙	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1
希腊	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5
爱尔兰	5.3	5.6	-3.5	-7.6	-1.0
葡萄牙	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.4
德国	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.6
法国	2.2	2.4	0.2	-2.6	1.6
欧元区16国	3.1	2.9	0.4	-4.1	1.7
欧盟27国	3.2	3.0	0.5	-4.2	1.8

资料来源:欧洲统计局

与此同时,欧盟经济体制存在着固有的结构性缺陷,这是欧元区成员国容易陷入财政危机的制度根源。虽然欧元区统一了货币政策,但财政大权依然掌握在各国手中。由于欧元区缺乏统一的财政控制预算,一国债务只能由本国财政作为担保,在没有统一的财政作基础,欧元信用也显得相对脆弱。在此情况下,各成员国财政赤字比重不能超过GDP的3%上限就成为唯一约束。然而,在缺乏对区内成员的财政监督和干预的背景下,某一成员陷入财政危机很容易殃及整个货币联盟,从而形成“多米诺骨牌效应”。

从引发欧债危机的外部因素来看,自2009年底开始国际评级机构不断下调PIIGS五国信用评级,对冲基金以及国际炒家大肆做空欧元,以及欧盟决策在救助态度和达成共识上存在着各种阻力令债务危机被逐渐放大乃至升级。由于解决债务危机非一朝一夕所能实现,而进行财政体制改革又面临着重重阻力(例如,要削减社会公共开支、实施在社会福利、医疗保健,养老退休制度以及教育投入等方面的改革,对于习惯了高福利生活方式的欧洲人而言,很难被立刻接受),改革的阻力以及政策面的僵局很可能拖延对债务危机的控制,从而导致南欧国家政府债券面临被投资者抛售的风险。

二、债务危机对欧元区及全球经济的影响

从目前的情况看,欧元区各国的经济差距正在拉大。作为占欧元区经济总量近一半的德法两核心国,它们的经济表现亮丽;而其他南欧外围国则表现不佳。围绕救援与否、救援方法,不仅各国官方的看法不一,民间的矛盾也越来越大。以希腊为代表的外围国认为要求它们减少福利是对自己的剥夺。而以德国为代表的北方核心国则强调陷入危机的国家是咎由自取,自己不应该为它人的懒惰与过失买单。持续而反复的债务危机令欧元区国家经济复苏的可持续性受到质疑。当前欧洲许多国家都试图通过削减公共开支和减少财政赤字等方式来缓解主权债务困境,但短期内财政的紧缩又将不利于经济的复苏和劳动力市场的改善。

欧债危机也暴露出欧洲银行业的潜在风险。当前PIIGS五国严重依赖于欧洲央行流动性的支持,很容易失去自身的造血功能,从而令欧洲银行业的未来经营发展面临严峻挑战。同时,PIIGS五国的大量主权债券由德法等欧洲大国的银行持有,这种交叉持有的现象加大了各国银行之间的风险敞口。一旦其中一国债务危机升级,银行的融资压力将会加大甚至引发整个金融系统性危机。

债务危机不仅引发了金融市场的动荡,也引发了欧洲社会的动荡。可以看到,伴随着欧洲各国财政紧缩的政治风险事件是很多国家的罢工、抗议和游行。例如:葡萄牙在宣布紧缩财政的新措施(包括公共领域公务员的薪酬降低5%,税率提高1%到2.5%)后,立刻引起了全社会的大罢工。西班牙在2010年5月宣布了削减公共开支的新决议之后,大量公务员上街游行。希腊曾一度被曝光民众反对政府削减预算而举行的大罢工,经济局势的不稳很容易升级为社会政局的动荡。同时,对于欧洲政治家而言,既要赢得选民支持,又要削减赤字、努力解决根深蒂固的债务问题,实现这两者目标富有挑战性。

明后两年将迎来北欧各国的总统大选,因此伴随着政治层面的风险因素届时也将对市场形成一定的影响。从法国率先对利比亚发起军事打击中就可以看出,萨科齐正在试图在外交表现方面来赢得民心。由于明年法国总统选举在即,而当前该国经济复苏缓慢,失业率高企,同时退休制度改革一直未获得突破,萨科齐的民意支持率屡创新低,但此次对利比亚的军事行动却使他的民意支持率有所回升。

欧洲主权债务危机威胁了全球金融市场的稳

定。希腊、葡萄牙债务危机爆发升级后,全球外汇市场、债券市场、股票及大宗商品市场均发生剧烈的波动。欧洲公共债务的风险溢价急剧攀升,希腊、爱尔兰等国家的国债收益率和信用违约掉期利差迅速走高。国债利率的上行加重了企业融资负担,拖累了经济复苏。主权债务危机在欧元区国家内不断蔓延和升级,使得欧元的命运可谓是一波三折。持续而反复的欧洲债务危机削弱了欧元的竞争力,外汇市场上欧元自2009年12月起一路下滑,而避险情绪推动美元指数一路走高。由于短期利率和长期利率同步攀升,信贷的收紧将对实体经济形成冲击。投资者的恐慌情绪显著增强,也加剧了股市的大幅震荡。

债务危机还波及到大宗商品市场,表现在原油价格大幅下跌。欧美等大多数发达国家已经进入衰退并缺失政策子弹,美国正处于经济收缩的阵痛中,欧债产生的后果将比雷曼兄弟的更糟糕。同时,大规模的热钱流入发展中国家,造成股市过热和资产价格泡沫,令这些新兴市场的通货膨胀压力进一步加大。

三、主权债务危机的警示意义

我们认为,主权债务危机给欧洲各国以及其他经济体敲响了警钟,其警示意义主要有以下几个方面:

对于欧盟各国而言,在债务危机笼罩下,欧洲未来的经济复苏之路将缓慢而曲折。由于欧元区各国经济差异巨大,未来欧元区内部经济发展不平衡的局面将会延续。从长远看,只有通过财政体制改革以及各国经济体制深层次调整来重建产业竞争力,促进经济可持续发展,缩小成员国之间的经济差距,才能从根本上解决债务和财政问题。与此同时,南欧债务危机使其他高债务和高赤字的发达经济体(例如美国、日本等)意识到必须启动全面的改革,为经济可持续增长奠定稳固的基础。高债务国需要通过逐步增加税收、减少开支、削减赤字,降低债务来换取市场和投资者的信心。

短期内欧洲债务危机将是影响全球经济的一个重要不确定因素,特别是债务危机尚未结束,对全球金融市场的冲击仍然处于深化过程中。因此,对于中国和其他发展中国家而言,必须警惕和防止欧洲主权债务危机对本国经济可能造成的各种冲击和风险。美元大涨、欧元震荡所带来的换汇成本和汇率风险上升的格局意味着未来经济要面临汇率的挑战;同时,国际资本在新的资产重组过程中,会增加中国在内的新兴市场中高收益投资比例,而这对外汇市场、资本市场、房地产市场甚至大宗商品所构成的要素市场价格稳定都会带

来很大的冲击。再加上欧美经济的不明朗、全球金融市场的波动也会影响到市场和企业个人投资与消费的信心。在债务危机的拖累下,欧洲经济复苏乏力,这对欧洲的主要贸易伙伴国家(如美国,中国等)而言,其出口很可能受到来自欧洲经济放缓所造成的间接冲击。作为全球重要的经济体之一,欧洲复苏的缓慢最终会延缓全球经济复苏的步伐。

我国正处在经济快速发展阶段,欧洲债务危机对我国而言具有极其重要的警示意义。在我国地方政府债务、区域经济发展不平衡等问题上,值得我们提高关注。首先,金融危机爆发以来,我国地方政府隐性债务迅速扩张,同时近年来地方融资平台规模快速增长的问题日益显著。2009年年末地方政府融资平台贷款余额约为7.2万亿元,预计2011年年底达到10万亿元,相当于我国2009年GDP的三分之一,这表明我国地方政府债务的规模风险正逐步加大。其次,由于欧盟在2007年之后已成为我国第一大贸易伙伴,欧洲债务危机导致欧洲各国财政压力增加,各国政府为减轻债务纷纷提高税收,缩减开支,这些国家的消费将减弱,加上欧元贬值,其进口能力明显下降。在此背景下,我国如果不改变外源型经济发展模式,在出口贸易方面将陷入被动局面。因此,必须通过自主研发和科技创新来壮大制造业和服务业,进行产业结构调整 and 升级,从而转变我国的经济增长方式,使得我国未来经济发展具有持续性的动力。再次,要改变我国区域经济发展不平衡的现状,这将会造成资源的不合理配置和政策效力的降低。因此,通过加大西部地区的开发来实现区域经济的平衡发展将有利于我国宏观经济的稳定发展。

欧洲债务危机走到今天的教训,也对中国当前的政策组合选择尤其有警戒意义。由美国房地产抵押贷款泡沫破裂,结合欧洲国家自身的地产信贷泡沫所带来的金融危机,让金融体系濒临坍塌。欧洲国家政府为了救援金融系统,由财政承诺和透支代替了金融崩盘的危机,让财政平衡严重恶化。金融危机中出现的流动性收缩和风险偏好降低,也彻底暴露了那些本身财力较弱的国家的各种泡沫。因此,一个国家的综合实力取决于这个国家是否拥有富有活力创造力的公司,优秀的民企,活跃健康的实体经济,中国的企业家们必须勤奋努力地搞好实体经济。

参 考 文 献

- 1 保罗·克鲁格曼,欧元区的致命缺陷,《中国物流与采购》,2010年第5期。
- 2 丁纯,从希腊债务危机看后危机时代欧盟的经济社会状况,《求是》,2010年第7期。
- 3 范恒森,李连三,金融传染的渠道与政策含义,《国际金融研究》,2001年第8期。
- 4 何帆,谁会引爆下一个主权债务危机,《中国证券报》,2010年第5期。
- 5 史蒂芬·罗奇,全球寻求再平衡,《新经济导刊》,2010年第2期。
- 6 孙立坚,欧洲债务危机与全球复苏进程,《对外经贸实务》,2010年第6期。
- 7 汤柳,欧洲主权债务危机分析与展望,《银行家》2010年第8期。
- 8 王欣昱,欧洲主权债务危机及其对我国出口贸易的影响,《财经界》,2010年第12期。
- 9 王燕,欧洲主权债务危机形成机理及对中国的启示,《财会学习》,2010年第7期。
- 10 余翔,欧债危机阴霾仍难散去,《世界知识》,2011年第8期。
- 11 朱波,范方志,金融危机理论与模型综述,《世界经济研究》,2005年第6期。
- 12 张晓晶,李成,欧债危机的成因、演进路径及对中国经济的影响,《开放导报》,2010年第4期。
- 13 Bank for International Settlements, Quarterly Review (June): International Banking and Financial Market Development”, 2010.
- 14 Committee of European Banking Supervisors (CEBS), “Aggregate Outcome of the 2010 EU wide Stress Test Exercise Coordinated by CEBS in Cooperation with the ECB, Executive Summary”, 2010.
- 15 European Central Bank, Final Monthly Report on the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme, 2010.
- 16 International Monetary Fund, “World Economic Outlook”, 2010.

The Roots, Impact and Implication of European Sovereign Debt Crisis

Liu Zhenxiu

Abstract: Since 2009, the European sovereign debt crisis has been concerned by global capital markets. The outbreak of the debt problem of the European states, especially in the PIIGS countries (Greece, Spain, Portugal, Ireland, Italy), not only leads to global financial market volatility, but also endangers the stability in the entire European and global economies. This article provides an in-depth analysis in the roots and the impact of European sovereign debt crisis and reveals the implication of the crisis on the financial and political policies in advanced and developing countries.

Key Words: Debt Crisis; Fiscal Policy; Crisis Conduction