

欧洲主权债务危机的发展与应对之策

The ongoing European sovereign debt crisis and countermeasures

宗 良 边卫红 廖淑萍

作者简介

宗 良，中国银行国际金融研究所副所长

边卫红，中国银行国际金融研究所高级分析师

廖淑萍，中国银行国际金融研究所分析师

Authors

Zong Liang, Deputy Director, Institute of International Finance, Bank of China

Bian Weihong, Senior Analyst, Institute of International Finance, Bank of China

Liao Shuping, Analyst, Institute of International Finance, Bank of China

摘 要

受近期希腊债务违约风险上升、欧债危机向核心国蔓延、欧洲银行业融资缺口扩大等负面因素冲击，欧洲金融市场遭遇大幅动荡。文章指出，在短期内，防止希腊债务违约是遏制欧债危机进一步蔓延、防范债务危机与银行危机并发的关键；长期而言，欧元及欧盟运作机制的改革将不可避免，完善退出机制将是欧元区长期稳定运作的基石。

Abstract

The adverse shocks from increasing Greek debt default risk, European debt crisis spreading to some core countries and expanding financing gap in the European banking industry have caused the European financial market to widely fluctuate. The article states that in the short run, preventing Greek debt default can curb the further spreading of Euro debt crisis, which is also the key to guard against the outburst of debt crisis and banking crisis. In the long run, the reforms of Euro and European Union's operating mechanism will be inevitable, and the enhancement of the exit strategy will be a cornerstone for the long-term stability of the Euro zone.

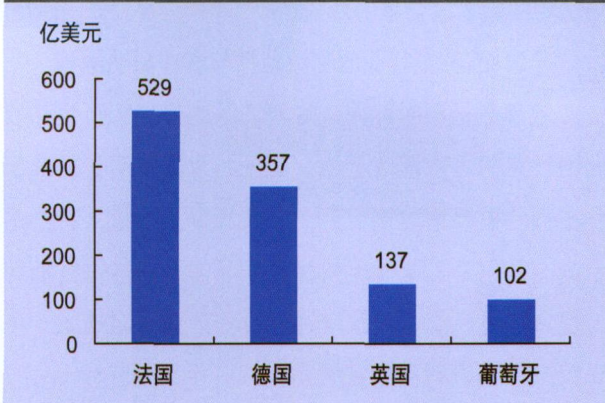
由于市场对希腊可能出现债务违约的担忧加剧，希腊债务问题何去何从成为市场关注的热点。2011年9月欧元区核心国面临较大的偿债压力，法国两大银行被降级引发市场对银行业危机的担忧。短期内，欧债危机形势的发展取决于救助措施的及时性、有效性及一致性，防止希腊债务违约是遏制欧债危机进一步蔓延、防范债务危机与银行危机并发的关键。长期而言，欧元及欧盟运作机制的改革将不可避免，建立退出机制将是欧元区长期稳定运作的基石。

一、欧债危机的发展态势

(一) 欧洲银行业陷入降级风波，流动性风险上升

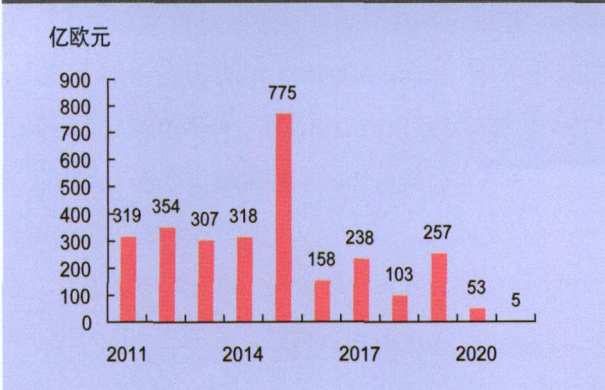
2011年9月14日，穆迪将法国兴业银行长期债券信用评级从Aa2下调至Aa3，将法国农业信贷银行长期债信用评级从Aa1下调至Aa2。尽管这次下调早在预料之中，但仍在欧洲金融市场引发新的担忧。截至2011年3月底，持有希腊资产最多的国外银行是欧洲的银行。全球银行对希腊的直接风险敞口总额为1618亿美元，其中欧洲国家占了1425亿美元。而法国银行

图1 欧洲四国银行业对希腊的风险敞口(截至2011年3月)



数据来源: BIS

图2 希腊未来10年到期的政府债务



数据来源: Bloomberg

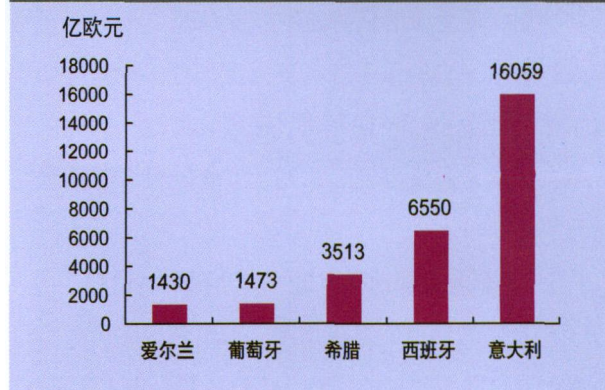
业是希腊最大的债权人，其对希腊民间和公共债务的风险敞口总计 529 亿美元（图 1）。根据 7 月 21 日欧盟对希腊第二轮救助方案，欧洲银行业对持有的希腊债券进行了大幅减计，使得市场对其盈利前景充满担忧。

（二）希腊债务违约风险增大，危机向核心国蔓延

2011 年前 8 个月，希腊政府的预算缺口扩大至 181 亿欧元。由于财政赤字削减计划未能达到欧盟和 IMF 救助条件，资金救援谈判搁浅，债务违约风险增大，导致希腊国债收益率飙升。9 月 14 日希腊一年期国债收益率飙升至 116.12%，两年期国债收益率也接近 70%，五年期信用违约互换（CDS）价格飙升 937 个基点，创历史新高。近几年内，希腊将面临巨额债务偿还压力（图 2），市场普遍认为希腊在未来五年内发生债务违约的概率高达 98%。

希腊债务违约将产生多米诺骨牌效应，很可能从希腊、爱尔兰、葡萄牙等国蔓延到欧元区第三、第四经济大国的意大利和西班牙。6 月，穆迪将意大利 Aa2 主权评级及几十种与之相关的评级全部列入负面观察名单，标普将意大利主权评级前景由稳定调至负面。意大利成为下一个接受欧盟和 IMF 救助的欧元区成员国的风险正在积聚。而一旦意大利出现主权债务违约，从其债务规模和经济总量（图 3）看，将令欧元区其他成员国无力相救。

图3 欧元区五国政府债务余额(截至2011年7月)



数据来源: Bloomberg

（三）9 月欧元区核心国迎来偿债高峰期

2011 年 9 月欧元区核心国正面临偿债高峰，而危机形势的迅速恶化令其融资成本急剧上升。意大利、法国 9 月到期债务分别为 618.69 亿欧元和 563.56 亿欧元，为两国未来两年单月到期峰值水平。西班牙则将在 10 月迎来单月最高峰值 244.2 亿欧元（图 4）。此外，受欧债危机困扰的意大利和西班牙在明年仍将面临偿债高峰。国债收益率不断攀升，无疑将增加核心国的融资成本，加重债务负担。

（四）欧元区内部分歧严重，救助效率受损

欧债危机本身充分暴露了欧元区的制度性缺陷。欧元区各国使用同一货币、具有统一的货币政策，却没有统一的财政政策。欧洲央行首席经济学家施塔克由于反对欧央行购买重债国国债突然宣布辞职，显示欧洲央行在危机救助中存在严重分歧。德国、法国反

对发行欧元债券，注定未来欧元债券之路将异常艰难。虽然德国、法国驳斥有关希腊国家破产的猜测，强调必须全力以赴保证欧元区政治上的团结，必须阻止欧元区出现“未加控制的无偿债能力”，但希腊仍亟须下一笔紧急贷款到账。因此，如果当前德国、法国等欧元区核心国无法摒弃分歧，尽快落实救助方案资金，希腊将难以避免发生债务违约。

二、欧债危机未来走势判断及影响

欧债危机的未来走势一定程度取决于救助计划能否及时和顺利推进。欧元区国家当务之急是努力落实救助计划，避免希腊债务违约引发动荡；9月15日欧洲央行等五大央行联手注入美元流动性的举措有助于缓解银行业危机；长期而言，在强化财政一体化的过程中，必须考虑设立退出机制，完善欧元区长期稳定运行的基础。

(一) 金融市场动荡，进一步动摇市场信心

受希腊国债违约风险增加，以及法国多家银行可能遭到评级降级消息的影响，欧洲主要股市大幅下挫。9月13日，法国股市下跌4%，西班牙和意大利股市跌幅均超过3%，德国股市DAX30指数下跌2.3%，整个欧洲股市一度重挫2.7个百分点，创出两年来新低。在股市大跌中，银行股跌幅最为惨重，法国巴黎银行、法国兴业银行、意大利裕信银行暴跌逾10%，

德意志银行和德国商业银行跌幅也超过7%。金融市场动荡加剧了投资者的恐慌。

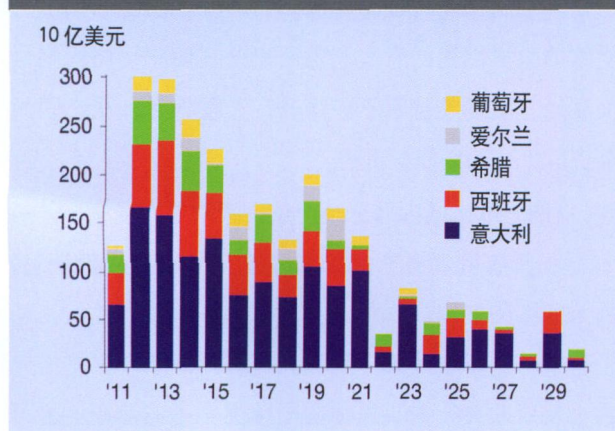
(二) 欧洲银行业面临流动性与资本短缺困境

欧债危机不断升级，受害最深的就是银行业。欧洲银行业的运营基础不佳，在盈利大幅下滑、尤其部分银行亏损严重的情况下，其前景令人担忧。特别是希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙等国的一些银行拥有大量坏账，只能依靠政府注资维持。为削减成本，今年以来欧洲银行业猛刮裁员风，几个月内已经裁员7万多人。

在欧元区国家中，德国和法国银行业对希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙主权债的风险敞口最大。德国商业银行（Commerzbank）和法国巴黎银行（BNP Paribas）持有希腊债券金额最高，分别为31亿和53亿欧元（包括银行贸易账户下直接敞口净值、衍生品和间接敞口金额）；两国对意大利政府债券的风险敞口分别为370亿欧元和530亿欧元，约占其一级资本总额的三分之一。另一方面，希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙的银行持有大量的本国主权债：西班牙和意大利的银行持有本国政府债券最多，分别为2320亿欧元和1640亿欧元，分别为其一级资本的165%和200%；其次是希腊的银行，为483亿欧元，略低于其一级资本的240%。

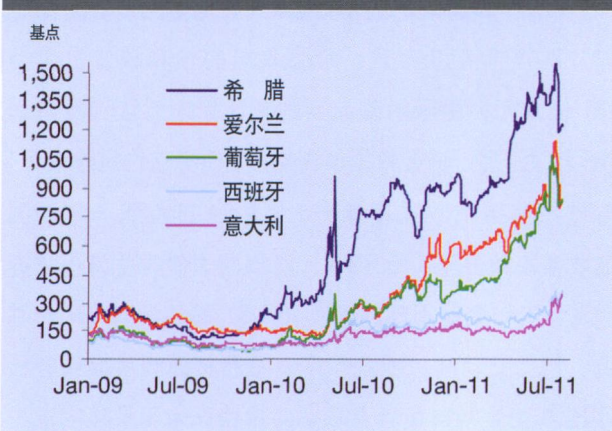
目前，资金短缺是欧洲银行业的最大忧患，若部

图4 欧元区五国到期政府债务规模



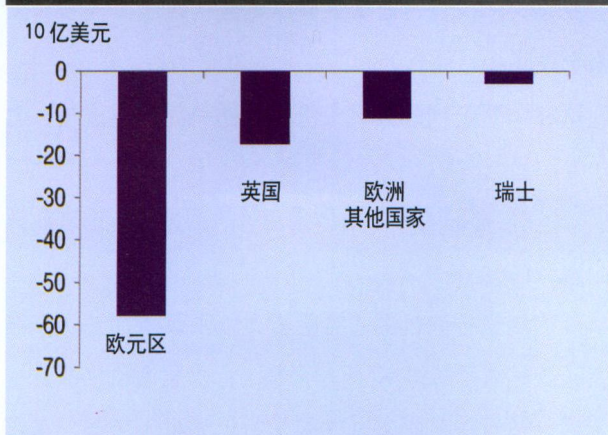
注：其中2011年为8-12月。
资料来源：IIF

图5 欧元区五国10年期政府债券与德国利差基点



资料来源：IIF

图6 美国货币市场基金对欧洲银行的风险敞口变化



资料来源：IIF

分欧洲大银行资本告急，可能会触发系统性风险。截至6月底，美国货币市场基金对欧洲银行业风险敞口达到6750亿美元，而8-9月美国货币市场基金已减持欧洲银行的短期票据890亿美元，可谓雪上加霜。

为缓解欧洲银行业融资困境，9月15日欧洲央行决定与美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行在年底前协同合作，执行3次美元流动性招标操作。五大央行联合向市场提供美元流动性表明，欧洲央行正尽其所能应对欧债危机背景下的银行业流动性困境，银行业系统性风险有望暂时缓解。

（三）欧债危机考验欧盟运行机制，市场出现建立退出机制呼声

就欧洲央行而言，目前面临着是保持货币政策独立性还是采取非常规措施救市的两难处境。面对形势恶化，欧洲央行未来几个月降息的可能性进一步加大，但是效仿美联储大规模购买国债仍面临着诸多阻力。若欧洲央行放弃盯住通胀的独立货币政策，采取和美联储一致的量化宽松政策，开启印钞机购买欧债，必将加剧全球通胀水平，同时也将影响欧洲央行自身信誉和欧元的公信力。

虽然欧元区尽快达成一致行动救助希腊可暂时缓解危机，但也会加重欧元区经济负担，阻碍其经济复苏。同时，外部援助也无法从根本上解决债务危机，危机隐患的存在始终威胁欧洲金融体系的稳定。债务危机

是欧元区国家建立统一财政政策的一个契机，但无疑也将是一个历史性难题，而且危机形势蔓延的速度之快，可能无法等待这一机制的建立。

欧债危机的蔓延及由此造成的欧洲金融体系的动荡，使建立和完善欧元退出机制成为维护欧洲经济金融稳定的一个现实课题。这是因为，在欧盟明确制定有序退出机制之前，投资者对成员国债务违约风险上升的担忧会不断演化为欧洲金融市场的动荡和消费者信心的下滑。长期来看，建立欧元区退出机制是必然选择，这将是欧元区完善法律框架、实现长期稳定运作的基石。

（四）欧元区经济前景黯淡，陷入衰退的可能性上升

2011年二季度整个欧元区的经济复苏步伐非常缓慢，其GDP环比增速已从一季度的0.8%滑落至0.2%。作为欧元区经济火车头的德国和法国，其表现也令人失望，其中德国经济二季度环比增长仅0.1%，法国经济则在一季度基础上原地踏步。预计意大利在三季度、德国在四季度可能出现GDP负增长。欧元区核心国疲软的经济表现不仅给本国巩固财政带来了困难，也影响其救助欧元区其他成员国的能力。

受危机影响，欧元区2011年全年经济增速将继续回落。欧洲央行预测小组发布的2011年9月欧元区宏观经济预测数据显示，欧元区2011年的实际GDP增速预计将在1.4%~1.8%，2012年将为0.4%~2.2%。与今年6月的预测相比，欧元区经济增速被明显下调。

三、中国的应对举措

当前欧债危机正处于最紧要关口，若无法得到妥善解决，有可能进一步演变为欧元危机和新一轮全球金融危机，对世界各国造成沉重打击。对此，中国应本着大国姿态，积极参与对陷入债务危机国家的救助，推动中欧经贸投资向更深层次合作。这不仅可以支持欧元区国家克服危机，也可借此深化中国与国际社会的合作机制，提升国际话语权。

欧美债务危机升级使国际货币体系改革迎来难得的机遇期。我国应本着积极务实的态度，参与推进特别提款权的改革，推进亚洲金融合作，促进人民币国际化向纵深方向发展。由于欧盟是我国最大的出口市场，我国与欧盟经济金融形势的发展息息相关。欧债危机的发展将使欧元区经济整体下行的风险上升，必将对我国经济发展、宏观政策的调整带来影响。

（一）警惕欧洲银行业收缩引发的资本流出

尽管我国持有欧洲重债国债券的直接风险敞口较小，但对法国、德国、英国等欧洲主要国家的敞口仍有一定比重。欧债危机持续升级导致欧洲各国债券持续贬值，将会对我国所持的欧元资产造成直接损失。

此外，欧洲银行业向亚洲提供了大量贷款，特别是向中国香港、韩国和新加坡等经济体。当前，欧洲银行业正面临资产大幅减计、融资成本上升等困境，当其为弥补资金缺口、收缩信贷规模时，中国（特别是香港地区）可能面临资金来源缩减、海外融资成本上升的困境。据国际清算银行（BIS）的数据，2010年底，整个欧元区向香港提供的贷款规模相当于其GDP的24%。香港必须密切关注欧洲银行业资金流向，防止资金大量撤离对香港的影响。相比之下，欧元区向中国内地提供的贷款仅相当于其GDP的1.2%，内地资本流动受到欧洲银行业资金撤离的影响相对有限。

（二）重新审视宏观调控政策，长短期效用并举

一方面，从实体经济领域来看，欧债危机会对国际经济稳定形成一定冲击，并且欧洲将执行更加严格的紧缩性财政政策，减少市场需求，减缓世界经济的复苏进程。同时，面临金融和经济困境，欧洲的贸易保护主义倾向会有所抬头。由于欧盟已取代美国成为中国最大的出口市场，如果欧债危机愈演愈烈，欧元区经济的整体下行必将影响我国出口形势。随着欧元汇率的不断贬值，在人民币对美元保持升值的情况下，人民币有效汇率也将有所回升，不利于我国出口。对此，我国应重新评估当前的调控政策，结合国内通胀形势，积极进行结构调整。

另一方面，如果未来欧美同步推行大规模量化宽松政策，全球货币政策重回“刺激”轨道，预示着未来全球将长期处于低利率及充裕流动性的大环境之中，我国在调整宏观政策时应将此长期趋势考虑进去，力争控制通胀水平。

（三）把握国际货币体系变革的新契机，推进亚洲金融合作

欧美债务危机倒逼国际货币体系改革加速。在布雷顿森林体系解体40周年来临之际，黄金价格飙升的背后，预示着前所未有的国际货币体系大变局。美国政府为了拯救金融危机，持续推出QE1、QE2等巨额美元“放水”计划，造成了全球流动性泛滥和通胀蔓延态势。在现行国际货币体系下，美国货币政策具有天然的优势，而美元的过度扩张必然带来货币的不稳定。美元从长期来看必将走弱，因此贬值的风险不可低估。欧洲整体经济低迷，债务问题的解决将是一个长期进程，随着欧债危机的进一步恶化，可能迫使欧洲央行效仿美联储采取量化宽松政策，超发欧元以购买国债，欧元也会因此受到拖累。

中国政府一直倡导多元化国际货币体系改革设想，即创建一个符合各方利益的稳定的国际货币体系，以利于储备货币发行国的自身调整，实现共赢。因此，我国应抓住契机，一方面加强与金砖国家和亚洲国家的合作，在贸易结算中更多地采用双边货币或其他货币，减少对美元的依赖。另一方面，在适当时机可考虑将亚洲区域外汇储备库转变为亚洲区域的主权货币储备库，共同争取话语权，进一步推动国际储备货币多元化改革。■

参考文献

- [1] BIS. BIS Quarterly Review. <http://www.bis.org>, September 2011
- [2] IIF. Capital Markets Monitor. <http://www.iif.com>, August 2011

C关键词：欧债危机；欧洲银行业；欧洲金融市场
Keywords: European debt crisis; European banking industry; European financial market