

欧洲主权债务危机 对东亚经济的影响分析

贡 慧 博士(复旦大学经济学院世界经济研究所 上海 200433)

中图分类号:F830 文献标识码:A

内容摘要:后金融危机背景下欧洲国家又纷纷陷入主权债务危机中。欧洲主权债务危机从贸易、信贷融资、主权债务融资成本以及投资者预期等渠道对东亚经济造成较大的负面影响,因此,东亚经济需采取相应对策以减少欧债危机带来的不利影响,保持经济持续增长。

关键词:欧债危机 东亚经济 影响渠道 对策

2009年,东亚地区的GDP增长7.1%,比2008年的8.5%强劲增速适度回落。世界银行在其发布的东亚地区经济展望中提到,短期内东亚经济所面临的最大风险是由欧洲一些国家主权债务危机所带来的负面影响。欧债危机带来相关国家信用评级下调以及发债成本上升,政府希望通过财政紧缩来削减赤字规模,降低债务比例,恢复投资者信心;但欧洲长期疲软的经济表现和固有的人口老龄化问题却增加了财政减赤的难度。

金融危机后,东亚地区经济正处于“V字形”复苏中,那么欧洲主权债务危机对东亚地区保持经济复苏势头有何影响?面对欧洲债务危机,东亚各国应采取何种措施积极应对?本文进行探讨。

欧洲主权债务危机评述

根据《马斯特里赫特条约》,欧盟各成员国财政赤字不得超过当年GDP的3%,公共债务不能超过当年GDP的60%,若超过这一警戒指标,该国的信贷评级将会下调,政府信誉也会受到影响。实际上欧盟27国的财政赤字相当于欧盟GDP的6.8%,欧元区16国2009年的财政赤字达到欧元区GDP的6.3%,与2008年2%的水平相比大幅提高。全球三大评级公司不仅下调了希腊的主权债

务等级,而且对葡萄牙、西班牙和爱尔兰的主权债务等级也大幅下调。欧元对美元比价一跌再跌,是4年来的最低比价,多国股市大幅下挫。

从图1中可以看到,希腊、意大利两个国家的公共债务已经高于GDP,另据美国银行的数据估算,在2010-2012年间,欧洲的高负债国家需要融资约2万亿美元来偿还债务。这些较发达的欧洲国家入不敷出,采用借新债还旧债,直至失去借债信誉和能力,而陷入沉重的债务危机之中。其原因在于:首先,2008年的金融危机使得许多国家的实体经济开始滑向衰退。为了应对危机,20国集团先后推出了大规模的金融机构救助方案和经济刺激计划。这些举措虽然短期内对稳定全球金融形势和推动世界经济复苏起到了重要作用,但也导致各国财政赤字的大幅攀升;其次,经济触底反弹力度不足。随着刺激经济计划产生作用,世界经济走出了V型谷底。然而复苏态势依旧有些疲软并不强劲。主要发达经济体的经济表现都差强人意,有限的GDP增长率对于财政赤字高企于事无补。旧债未偿,低增长又让偿还债务陷入难以为继的恶性循环;此外,欧洲国家“高工资、高消费、高福利”的社会发展模式也对欧债危机爆发起到了推波助澜的作用。自新世纪以来,许多欧元区国家都出现工资增长快于GDP增长的情况。例如,希腊的经济增长基本在2%的水平,而工资的增长却达到7%的水平。生育补助、失业救济、医疗教育、工作休假、退休养老等都体现出高福利的特征;最后,欧元区及欧盟机制存在先天缺陷。欧洲推出欧元,的确提高了整体实力,加强了与美国及美元对抗、与世界其他经济体讨价还价的实力,消除了汇率变动风险和货币

交易成本。但明显的缺陷是:货币统一了,欧元区的货币政策被欧洲央行所掌控,而各国的财政政策却无法统一。当经济衰退袭来,欧元区成员只能将财政手段应用到极致,导致无国不赤字的混乱局面。

东亚经济体发展存在的主要问题

(一)东亚出口导向型增长模式的固有缺陷

自东亚经济崛起,出口导向型的增长模式就一直为东亚经济得以保持多年高速增长模式的保证,但如果一个经济体过度依赖海外市场而忽略了本国(地区)内消费意识和消费市场的培育,都极易受到外部危机的冲击。一旦海外市场萎缩,出口受阻,必然导致出口导向的生产领域产能过剩,而国内疲弱的消费市场无法消化过剩产品,通过国际贸易传导渠道和国际资本流动渠道可以将危机以接触性传染方式传导至东亚经济体内,损害东亚国家经济健康稳定的发展局面。

(二)间接融资在东亚国家融资体系中占主导地位

在对外开放条件下,东亚国家实行的以间接融资为主的融资体制有一个重大缺陷,即容易导致对外资的过度依赖。在具体实施过程中如果运用不当,则会产生很大的负面效应,甚至酿成严重的金融危机。在以间接融资为主的融资体制下,如果投资增长率超过储蓄增长率,其资金缺口只能通过开放本国资本市场、吸收外资予以弥补。需要指出的是,如果东亚国家吸收的外资是以直接投资形式为主的中长期外资,则能对其产业结构的调整、出口商品国际竞争能力的提高以及国内供给不足的缓解起积极的促进作用,并有利于本币汇率的稳定;如果东亚国家吸收的是外国商业银行的短期贷款,而且贷款使用效率不高、出口能力培育不足或贷款偿还期安排不当,则有可能引发国际收支危机,这种流动性最高的资本流入与流出,随时都可能对引入国的经济、金融构成重大冲击。

(三)东亚区域经济发展的相似性安排使得风险因素易于传染

一国发生危机后,投资者对其他类似国家的心理预期变化和投资者信心危机造成的投资者情绪的改变是风险的主要传染机制。区域发展的相似性使得具有

同一区域的国家之间存在着无法割裂的经济纽带。不同国家被投资人按照相对模糊但具有某些共同属性（如文化、宗教、经济发展阶段等）的特点划分为相应板块，一旦投资者发现这一板块中的某一国家在投机资本冲击等原因下有发生危机的可能，投资者就会降低对同一板块中其他国家的预期，导致了风险因素的跨国传染。

这种心理传导的对象是那些与危机发生国经济类型相同、地理位置相近，金融体制、发展模式、经济结构与社会文化传统类似、经济联系紧密的国家。这种传导的关键在于投资者认为一些国家(地区)之间存在某种相似性，比如宏观经济基础的相似性、经济政策和经济形势的相似性、货币政策的相似性等。例如，在1997年的亚洲金融危机中，泰国货币危机爆发后，在国际投机性资本的推波助澜下，投资公众的恐慌心理不断膨胀，韩国、中国台湾汇市也大幅下跌，为保卫联系汇率制度，中国香港股市也持续下挫。种种迹象表明，投资者预期改变和公众信心崩溃造成的“传染效应”是亚洲金融危机扩散的重要途径，而投资者预期改变和公众信心崩溃的根源在于对危机国家相似性的认同心理。东亚国家在经济基础、经济政策、汇率体制、金融体制甚至社会文化背景方面都存在较大的相似性，因此一国风险因素易通过公众预期进行跨国传染。

欧洲债务危机对当前东亚经济的影响方式

(一) 贸易渠道

欧盟的财政紧缩政策短期内会导致经济增速减缓；政府计划减少公共部门支出，包括减少公共部门雇员工资，此种措施将会减少总需求，并进而减少进口。此外，在欧债危机影响下，欧元不断贬值，使得进口成本上升，也会导致进口量缩减。欧盟15国的进口额占整个东亚地区对外出口的第二位，仅次于美国，占整个出口量的14.6%，所以欧债危机对于东亚地区的出口会有不利影响。

尽管欧债危机对东亚地区贸易出口有负面影响，但效力相对有限。首先这次欧债危机也仅仅局限于欧洲少数国家。希腊、葡萄牙、爱尔兰三国的GDP之和只占到了整个欧盟的5%，即使加上西班牙，这四国的GDP之和占欧盟整个GDP的比重也不超过20%。其次，高旅游业收入和FDI持续流入对欧元区经济发展起到了稳定作用。欧盟经济委员会预测2010年欧元区GDP增长率为0.9%，与发生危机前的2002-2006年平均1.7%的增长率相比，差距不算太大。事实上，欧盟当前和未来预期相对较低的增长率说明尽管欧盟为东亚地区提供较大比例的出口额，但并非东亚地区出口快速增长的主要动力。

相反，东亚地区出口的强劲增加主要是区内贸易，出口占比重份额最大，达到了39.5%，尽管有相当一部分出口是为欧美等发达国家提供制造品，但主要还是区内的贸易为主。即使不包括中国在内，区内贸易比例也高达28%。事实上，这只是保守估计，因为许多对中国的出口是满足中国目前快速的经济发展的需要。由于经济刺激措施带来中国的投资激增，导致国内使用的进口产品急剧增加，特别是来自东亚地区贸易伙伴的进口产品。2009年，中国的需求推动了本地区各贸易伙伴国的出口、生产和收入。尽管2010年前几个月中国的进口增速放慢，但是中国的需求继续增长，支持各贸易伙伴国两位数的对华出口增速。

(二) 国际金融市场

1. 信贷融资渠道。由于主

权债务危机导致国际对金融市场的不确定性加大，银行间可能会惜贷，这从三个月期美元LIBOR利率（银行间借贷风险的衡量指标）近期的升高趋势可以看出：LIBOR利率仍远低于次贷危机期间的比例，这是因为主权债市场份额并不如次贷危机时次级债市场份额大，所以波及的广度和深度都相对较小（见图2）。

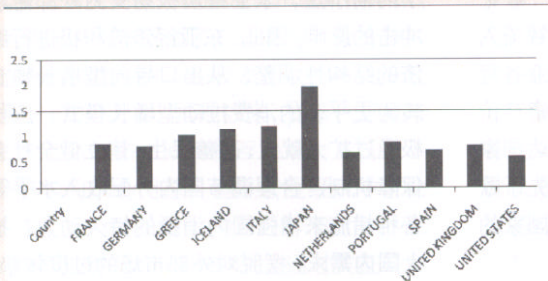
国际金融市场的信贷紧缩还是会影响到东亚地区的金融部门和企业。由于亚洲银行所持有的欧洲主权债券相关产品份额并不大，所以国际金融市场信贷紧缩并不直接影响东亚地区金融部门。但对于那些倚重于国际融资的国家（见图3），比如韩国、菲律宾、马来西亚等国家，在国际信贷紧缩的情况下，就有可能发生资金链的断裂，所以一些经济体的外债余额/GDP比过高或是贷款额超过国内存款额，都是金融风险加大的信号。

2. 主权债务融资渠道。对那些面临主权债务危机的国家而言，当务之急是对即将到期的债务的融资问题。国际金融市场对于债券发行定价取决于主权债务违约风险，该指标由一国主权债券信用违约互换（CDS）来衡量。这次欧债危机带来的不同国家主权债券价差甚至超过了2008年次贷危机时的价差。对于东亚国家政府来说，也可能在新发债券时遭遇同样的问题；同时也可能导致私人部门融资成本上升，因为私人融资利率是在政府债券利率基础上加上风险因素。但从图4可以看出，东亚国家(地区)的主权债券信用违约掉期率远低于次贷危机的水平，说明国际金融市场对于亚太国家(地区)发生主权债务危机的风险评估并不高。

国际金融市场对于东亚地区的经济基本面还是持乐观态度，尽管该地区中日本、新加坡这几国的公共债务/GDP比重也偏高，但这些国家的债务多是由本国投资者持有（如政府养老基金，社会保障基金）且以本币发行，东亚国家储蓄率也普遍较高，所以违约风险并不大。就日本而言，日本政府持有大量的资产，外汇储备量也相当可观，所以发生债务危机的可能性并不大。

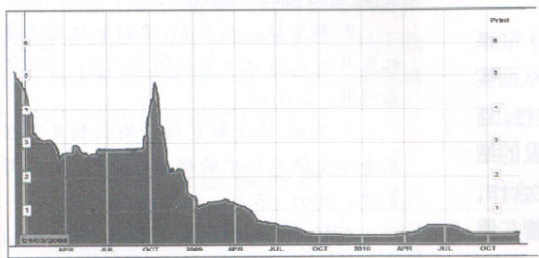
同时，东亚地区未来的经济增长潜力也高于欧盟地区。高经济增长带来税收收入增加，根据世界银行2010年10月发布的东亚和太平洋地区经济半年报，东亚国家产出普遍恢复到危机前水平。2010年东亚地区实际GDP增长有望达到8.9%（除去中国为6.7%），高于2009年的7.3%，与2000-2008年的年均增速持平。相对于发

图1 2010年主要国家公共债务/GDP比例



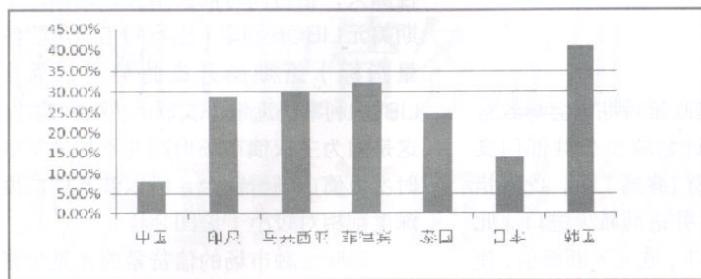
数据来源：<http://buttonwood.economist.com/content/gdc> 经济学家杂志网站

图2 2008年1月17日至2010年12月8日美元三个月期LIBOR利率走势图



图表来源：<http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=US0003M:IND>

图3 2008年东亚各国外债余额/GDP



图表来源：根据世界银行2010年东亚经济半年报中数据编制

图4 东亚部分国家(地区)2007年12月-2010年11月间主权债券信用违约互换图



图表来源：http://asianbondsonline.adb.org/regional/data/creditrisk.php?code=East_Asia_CDS

CN-中国 HK-中国香港 ID-印度尼西亚 JP-日本 KR-韩国 MY-马来西亚 PH-菲律宾 TH-泰国

物业价格和其它资产价值受到刺激而飙升。

面对热钱涌入带来的通胀预期加剧，东亚各国普遍持审慎态度但却并未采取实际措施。主要是基于以下考虑：

其一，巩固此前经济复苏成果仍然是各国政策的首要目标。2010年第一季度，东亚国家显示出较强的复苏迹象。但是，东亚国家的经济前景将受到未来全球经济和金融环境高度不确

而为整个东亚区域一体化建设创造良好的条件。另外，应积极推进和加强中日韩三国合作。中日韩对东亚经济的一体化建设具有决定性作用。中日韩三国都是贸易和投资大国，且相互间的经济联系日益紧密，相互依赖日益深化，在新形势下更应加强合作，积极推进东亚FTA的谈判和建设，这也是三国经济联系日益紧密的必然趋势。

(二) 积极加强金融领域合作

东亚各国在生产、贸易、投资等领域相互合作的深化必然要求深化金融领域的合作。只有深化金融领域的合作，才能为生产、贸易、投资的发展和稳定提供良好的条件。东亚应扩大、深化以货币互换和回购为标志的区域融资合作，积极建成区域外汇储备库，加紧建立独立的区域经济监测机构，加快亚洲债券市场建设。同时，东亚各国应积极促进金融领域的市场化改革，加强金融领域改革的协调，增强金融领域抵御风险的能力，为东亚各国经济结构调整、发展新兴产业及服务业，促进经济平衡、稳定和可持续增长提供良好的金融条件和保障。

(三) 从出口导向型增长模式转为平衡的消费拉动型增长模式

东亚经济体内需不足，严重依赖外部需求市场。亚洲的宏观经济结构仍然与出口导向型经济紧密地契合在一起。一方面是出口额占GDP比重的快速上升，另一方面是消费额占GDP比重的大幅下降，这无疑是其过度依赖外部市场的最好佐证。由于内需不足，东亚经济极易受到外部需求冲击的影响。因此，东亚经济应积极进行经济结构性调整，从出口导向型增长模式转为更平衡的消费拉动型增长模式；应积极通过扩大就业、改善民生、建立健全社会保障机制、合理调节国内分配收入水平等各种措施来增强国内消费的持久动力，扩大国内需求，摆脱对外部市场的过度依赖，促进经济的平衡、稳定和可持续增长。

达经济体的增长持续疲弱，2011年东亚地区预计经济增长为7.8%。国际货币基金组织也对东亚地区未来经济增长态势持乐观态度，据其2010年10月发布的《世界经济展望》，亚洲将继续稳固地引领全球经济复苏。

(三) 投资者预期渠道

欧盟在积极推进财政紧缩的政策下，为防止其经济陷入衰退，辅之以宽松的货币政策来熨平经济波动。加之欧盟地区长期的经济增长疲软和欧债危机所带来的市场不确定性，使得欧元持续贬值，亚洲货币近期一直攀升，促使热钱源源不绝流入东亚地区。在大量全球流动性追逐收益的驱动下，东亚地区的增长预期超过其他地区，致使2011年资本流入大幅上升。尽管各国央行采取了对汇市的干预措施，但资本流入增加仍推动了汇率大幅升值。资本流入也造成资产价格暴涨。

世界银行发布的《东亚经济半年报》表示，当前泛亚地区热钱流入大幅增加，加之通胀压力上升和资产价格攀升，大量境外资本的流入使得股市、楼市风险加剧。庞大的资金流入，加上东亚区内的流动资金急增，投资者信心高涨，均令股票市场、

确定性的影响。特别是在当前欧洲债务危机愈演愈烈的背景下，全球经济存在着“二次探底”的可能。这将对东亚各国经济刺激政策退出的时机和步骤产生影响。

其二，担心过早加息会导致热钱流入问题加重。随着经济持续复苏，东亚各经济体纷纷表达了对过剩流动性推高资产价格风险的担忧。但是在欧美主要发达国家仍实施超宽松货币政策的情况下，先于欧美央行加息会拉大新兴市场与发达国家的利差，导致更多热钱流入。

东亚地区应对欧洲主权债务危机的对策

(一) 积极推进东亚自由贸易区(FTA)建设

FTA将东亚各国之间孤立的的市场联系起来，组成一个相对稳定的大市场，从而实现规模经济，降低外部市场的不确定性。当前，东盟仍将是东亚一体化进程建设的纽带。金融危机后东盟国家应继续深化合作，加强其区域内的相互联系，不断向着东盟共同体建设的目标前进，实现区域内生产、贸易、投资、金融等各领域要素流动的自由化，从

参考文献：

1. 吴伟. 2010年东亚地区经济形势展望[J]. 中国财政, 2010(2)
2. 郑宝银, 林发勤. 欧洲主权债务危机及其对我国出口贸易的影响[J]. 国际贸易问题, 2010(7)
3. 黄薇. 论金融危机传染机制及其在东南亚金融危机中的作用[J]. 外国经济与管理, 2001(5)
4. World Bank. Emerging stronger from the crisis east asia and pacific economic update 2010, volume 1