

欧洲主权债务危机对中国的影响和启示

李欣

(安徽财经大学 安徽蚌埠 233000)

摘要：始于希腊的债务危机，2009年12月8日全球三大评级公司下调希腊主权评级。2010年起欧洲其他国家也开始陷入危机，希腊已非危机主角，整个欧盟都受到债务危机困扰。德国等欧元区的龙头国都开始感受到危机的影响，因为欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立十一年以来最严峻的考验，有评论家更推测欧元区最终会解体收场。希腊财政部长称，希腊在2010年5月19日之前需要约90亿欧元资金以度过危机，但是欧洲各国在援助希腊问题迟迟达不成一致意见，4月27日标普将希腊主权评级降至“垃圾级”，危机进一步升级。近年来，中欧贸易关系迅速、稳定发展，我国已成为欧洲第二大贸易伙伴，尽管我国现行的体制确保地方财政不会出现破产，但也应该从当前欧元区国家主权债务问题中吸取教训，采取相应措施控制风险。

关键词：主权债务 欧洲主权债务危机 影响与启示

中图分类号：F812.5 文献标识码：A 文章编号：44-1618/F(2011)07-0038-04

主权债务 (sovereign debt) 是指一国以自己的主权为担保向外 (不管是向国际货币基金组织还是向世界银行，还是向其他国家) 借来的债务。现在很多国家，随着救市规模不断的扩大，债务的比重也在大幅度的增加。当这个危机爆发到一定阶段的时候可能会出现主权违约，当一国不能偿付其主权债务时发生的违约。传统的主权违约的解决方式主要有两种：一是违约国家向世界银行或者是国际货币基金组织等借款；二是与债券国就债务利率、还债时间和本金进行商讨。在市场经济的体制当中，如果一个国家发生了主权债务违约，他是不能以自己的主权作为报酬来偿还债务的。通常的主权违约发生以后一般都是以上述两种方法进行解决。

一、欧洲主权债务危机

(一) 欧洲主权债务危机概要

肇始：2008年10月，冰岛主权债务问题浮出水面，其后是中东欧国家，由于救助及时，未酿成较大的国际金融动荡。爆发：2009年12月，全球三大评

级公司标普、穆迪和惠誉分别下调希腊的主权债务评级，此后欧洲多个国家也开始陷入危机，“欧洲五国PIIGS” (葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙) 的信用评级被调低，经济下滑，债台高筑，整个欧洲面临严峻考验。救助：2010年5月10日，欧盟27国财长被迫决定设立总额为7500亿欧元的救助机制，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。现状：严格地说，欧元区16个成员中，无一个国家的政府赤字目前在GDP的3%以内；它们的平均赤字在GDP的7%以上。除希腊以外，爱尔兰、意大利、西班牙、葡萄牙的赤字和债务问题都很突出。

(二) 欧盟7500亿欧元“救市”

随着希腊债务危机愈演愈烈，并呈现向其他欧元区国家蔓延的危险趋势，当地时间5月9日夜里到10日凌晨，欧盟、国际货币基金组织和主要西方经济体中央银行联手重拳出击，推出一套旨在维护欧洲和世界金融稳定的“组合拳”。欧洲做好捍卫欧元准备，欧盟27国财长经过11个小时的磋商，终于在10日凌晨决

作者简介：李欣，安徽财经大学09级金融学研究生。

定设立一项总额高达7500亿欧元的救助机制，用于帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，防止希腊债务危机蔓延，并达到维护欧元区稳定的目的。这套史上最庞大的救助机制由三部分资金组成，其中4400亿欧元将由欧元区国家根据相互间协议提供，为期三年；600亿欧元将以欧盟《里斯本条约》相关条款为基础，由欧盟委员会从金融市场上筹集；此外国际货币基金组织将提供2500亿欧元。

（三）影响欧洲经济复苏的主要因素

第一，债务问题的焦点化势必引起欧元区内国家在财政政策的紧缩时间和力度上采取更加严厉的措施，这将势必影响到2010年内，甚至未来1-2年内整个欧元区GDP的增长速度。

第二，希腊等国评级的频频下调，势必将对主要的风险敞口国家银行业产生冲击，国债评级下调势必造成银行坏账拨备的上升，从而这将在信贷方面对私人房贷甚至个人消费以及投资信贷产生一定的遏制和打压，这也在一定程度上抑制了欧元区经济的进一步恢复。

第三，货币政策上的退出进一步延缓。希腊危机将会束缚欧元区国家政策上的自由性，形成财政收紧、货币从松的局面，继3月份欧洲央行制定新的政策退出表之后，市场目前对于欧洲可能进一步延缓退出步伐的预期在愈来愈强。

（四）解决欧洲主权债务危机的路径

在我看来，欧洲主权债务危机的解决不可能一帆风顺，更不可能通过7500亿元的一揽子救助措施就能解决，在欧元区走出危机的漫长过程中必然是变数充斥且荆棘坎坷，其危机解决的难度甚至可能超过美国的次贷危机。从目前的情况来看，欧洲从主权债务危机中走出的路径可能有以下四种。

第一条路径是欧元区国家甚至整个欧盟国家与国际货币基金组织一起努力，帮助发生主权债务危机的国家走出危机。如果这条道路能够奏效，那将是最简捷也危害最轻的路径。这样做的可能性是：1.不救助危机国家会危及自身的经济安全，甚至会导致欧元区的解体，而欧元区的解体将对大多数欧元区国家极为不利。2.在对冲基金大举做空欧元与欧洲股市的情

况下，救助行动越迟缓就会导致危机越严重，即使仅有几个国家爆发危机也会形成“蝴蝶效应”，导致全球金融市场甚至实体经济大幅震荡。这样做的不利因素是：1.危机国家的水到底有多深，目前谁也说不清楚。2.救助行为会遭到援助国与受援国民众的双重反对。

第二条路径是把发生危机的主要国家逐出欧元区或者静等这些国家主动退出欧元区。在希腊主权债务危机爆发后，德国总理默克尔立即提出了把希腊逐出欧元区的设想，但这种设想立即遭到了德国央行行长的反对，也没有得到欧元区其他国家的响应，因为在欧元区的设计方案与制度安排中，并没有把一个主权国家逐出欧元区的规定与机制。至于让爆发主权债务危机的国家主动退出欧元区，那是根本没有可能的事情。退出欧元区将面临高利率的惩罚，并且将背负巨额的欧元债务，本国货币也将面临大规模贬值的风险，大规模的失业与衰退将接踵而至，经济前景将面临更加灾难性的后果。更为重要的是，按照欧盟章程，退出欧元区就意味着同时退出欧盟，这无疑会使退出欧元区的国家面临灭顶之灾。因此，这条路径虽然不能完全堵死，但实施起来却会困难重重。

第三条路径是实施大规模的国际救援，或者由各主要国家增持国际货币基金组织的基金份额，再由国际货币基金组织扩大救助规模。这种做法的最大缺陷是，救援资金没有合法与有效的安全保障，而且也不符合国际货币基金组织的相应规定。不到万不得已，实施全球性大规模救援的可能性就不会太高。

第四条路径是欧元的崩溃与欧元区的解体。欧元区的解体可能有两种方式：一是危机持续地大规模爆发，已经到了救无可救的地步，最后不得不宣布欧元区解体与欧元的消失；二是欧元对美元的比价不断走低，甚至可能会达到1:1或更低的程度，在这种情况下，德、法等国就会在经济上蒙受巨大损失，德国就可能率先宣布退出欧元区。由于德国是欧洲与欧元区的第一大经济体，如果德国退出欧元区，那就会对欧元形成致命打击，欧元机制就很难再维持下去，最后就不得不宣布解体。

在上述四条路径中，最好的路径是第一条，最差

欧洲各国债务与公开赤字



的路径是第四条。需要指出的是，欧元的崩溃与欧元区的解体并不是夸大其词与耸人听闻，而是一种必须防范的可能发生的现实。

二、欧洲债务危机对全球经济的影响

随着欧元区主权债务危机的不断蔓延，欧元区国家主权债务问题已经当前成为全球热门话题。笔者认为，欧洲主权债务危机对欧元区经济及全球金融稳定和经济复苏有四大不利影响。

第一，影响欧元币值稳定。受希腊等国家面临的主权债务问题影响，欧元汇率从2009年12月起一路下跌，至2010年4月27日，欧元兑美元汇率报收一年来的最低点，较2009年12月初下跌了12.8%。如果不能有效解决希腊等国家的债务问题，市场信心难以恢复，会进一步打压欧元汇率。国际社会普遍认为，欧元已经被希腊等国的债务问题拖入自诞生以来的最困难时期。

第二，拖累欧元区经济发展。希腊、西班牙、葡萄牙等国采取的激进财政紧缩政策，可能使其经济重新陷入衰退。根据IMF最新预估，2010年，希腊、西班牙、爱尔兰和葡萄牙四国实际GDP增长率为-2%、-0.4%、-1.5%和0.3%，是欧元区成员国中表现最差的国家。目前，尽管主权债务问题集中在希腊一国，但也存在继续扩散至其他欧元区国家的风险，标普公司在4月27日、28日接连降低希腊、葡萄牙和西

班牙的主权信用评级更是助长了这种恐慌。

第三，延长欧元区宽松货币政策的时间。作为单一货币区，欧元区内部经济失衡给执行统一货币政策制造了障碍，欧元区各成员国经济复苏的步调不一致，使欧央行在实施宽松货币政策“退出”策略时很难确定一份适合所有成员的时间表。而希腊和其他一些欧元区国家暴露出来的债务问题，拖累了欧元区经济复苏的步伐，也使欧洲央行可能不得不在更长的时间内把基准利率维持在历史低点。

第四，威胁全球经济金融稳定。IMF在4月20日和21日先后发布的《全球金融稳定报告》和《世界经济展望报告》中，都表达了对发达国家主权债务风险的担忧。IMF在《世界经济展望报告》中说，短期内的主要风险是，如果不加控制，市场对希腊主权债券流动性和偿还能力的担忧，可能会演变成一次充分的主权债务危机，并形成某种蔓延之势。

IMF在《全球金融稳定报告》中指出，到2010年年底，全球政府的负债额将高达37万亿美元，到2011年则将突破45万亿美元。发达国家如果不能充分改善金融业及个人家庭资产负债状况，债务问题恶化将影响银行系统并波及其他国家，削弱全球金融系统的稳定，可能导致全球金融危机新阶段的开始。

尽管在希腊债务危机初期，由于危机救助机制的缺乏而使危机有加重趋势，但从最新公布的7500亿欧

元的救助机制和欧洲国家领导人的承诺等来看，危机可以限定在少数几个经济规模较小、影响较小的国家，并不会大规模蔓延，而使全球经济二次探底，也不会导致欧元区的分崩离析，不会造成欧元制度的消亡。当然，希腊等国的债务问题除了拖累本国经济外，也将对欧元区经济复苏造成影响。

三、欧洲主权债务危机对我国股市的影响与启示

(一) 主权债务危机带给中国股市的危与机

随着主权债务危机的出现，市场风险偏好发生转变，美元指数迎来反弹，A股市场当前面临着三个短期风险。

第一，估值风险。无论是迪拜世界的债务危机，还是希腊信用评级的降低，这都可能引发投资者对新兴市场资产的风险重估，从而使得市场估值降低。中国经济虽然目前比较稳定，但并不能排除这种风险。

第二，流动性风险。如果避险资金推升美元指数形成趋势性反弹，则中国的热钱流入情况可能出现变化，一方面是短期内人民币兑美元升值的预期逐渐转淡，另一方面是出于跟风避险。如果现在开始热钱减少流入或转而流出，A股市场的流动性将会面临一定的压力。

第三，情绪风险。金融危机尚未彻底远去，主权债务又暴露出风险，难免会让全球市场心有余悸。目前A股市场已经因为股票供给压力出现了情绪上的波动，如果主权债务危机进一步升级，市场情绪很可能更加不稳定。

当然，以上三种风险仅为短期风险，如果主权债务危机没有进一步蔓延，则全球市场有望重新恢复秩序，A股市场所受到的影响也会有限。

但是，如果主权债务危机开始逐渐蔓延，也不排除人民币资产会成为继美元资产后的第二个避风港的可能，A股市场的吸引力也就水涨船高了。目前中国经济增速在全球独领风骚，大量的外汇储备又提供了一定的保障，因此人民币资产面临的风险相对较小。而且，明年可能将是危机后中国经济调结构的元年，如果未来几年中国能够减少对于外贸的依赖度，顺利调整经济结构扩大内需，那么外部环境对中国经济的影响将减弱，同时经济内生性的可持续增长也会让人

民币资产更具吸引力。

当然，以上假设的首要前提是主权债务危机最终没有演变成全球性的经济危机，否则就另当别论了。

(二) 欧洲主权债务危机对我国的有益启示

2008年底开始，为应对金融危机的冲击，中国也出台了大规模的刺激经济政策，相应放宽了有关信贷和地方融资的政策，地方债务的规模、增长速度都是前所未有的，其中也蕴涵着巨大的风险。尽管我国现行的体制确保地方财政不会出现破产，但也应该从当前欧元区国家主权债务问题中吸取教训，采取相应措施控制风险。

一是引导商业银行建立健全的公司治理结构和严密的内控制度，使商业银行摆脱行政干预的影响。目前，地方政府多是依托政府融资平台向银行贷款，而政府融资平台公司的很多建设项目本身不直接产生效益，其还款来源主要是地方政府的财政收入；如果财政收入状况差，地方政府的债务风险将主要集中在银行体系。因此，银监会应切实加强对金融机构的公司治理结构和内控制度的指导和管理，加强对地方融资平台项目的业务管理和风险警示。

二是以立法形式加强对地方政府预算管理，增强透明度，合理控制政府债务规模，加强风险管理。应该及时对全国整体财政及债务状况作全面清查和评估，对地方政府债务规模进行限额管理和风险预警，切实从财政和金融两方面防范偿债违约风险。

三是拓宽地方政府财政收入渠道，使地方政府有与本地经济发展相称的财政收入。近年来，在中央和地方分税制度体系下，各级地方政府多以卖地收入作为财政收入的重要来源，但这种“土地财政”具有不稳定性和不可持续性。因此，有必要通过培育地方税种，如物业税等方式，促进地方财政收入的稳定增长。

参考文献：

[1]天海川.解决欧洲主权债务危机的四种演绎方式,经济参考报,2010.

[2]张昀.欧洲债务危机的影响及三大启示,上海证券报,2010.

[3]匿名编辑.欧盟7500亿欧元“救市”,2010.

[4]东方财富网,2010.