

欧洲主权债务危机的作用机制及影响研究

复旦大学经济学院世经所 龚斌恩

摘要: 希腊债务危机爆发后,引起市场的极大恐慌,担心全球经济会二次探底。然而,在欧盟推出7500亿欧元的救助计划后,危机的燎原之势似乎又得到了遏制。截至目前并没有发生类似于次贷危机那样的悲剧——这方面很值得深思。本文将从欧洲债务危机的演变过程、原因入手,深入分析危机的作用机制,并与次贷危机进行比较,从而来判断欧洲主权债务危机的短期及中长期影响。

关键词: 主权债务危机 作用机制 次贷危机 欧猪五国

一、欧洲主权债务危机的爆发及演变

主权债务是指一国以自己的主权为担保向外举借的债务。一般情况下,主权债务是比较安全的,信用等级在A以上,但主权债务也偶有违约发生,历史上曾出现过较著名的阿根廷主权债务违约事件。

本次欧洲主权债务危机源于希腊的财政危机。2009年10月20日,希腊政府突然宣布,2009年财政赤字占GDP比例将超过12%,是欧盟允许3%上限的3倍多,其主权债务危机就此浮出水面。

与此同时,市场发现欧洲其他国家如葡萄牙、西班牙、爱尔兰以及意大利也存在类似债务问题,赤字与债务比例远高于欧元区设定的门槛。2009年爱尔兰、希腊、西班牙、葡萄牙的赤字分别为14.3%、13.6%、11.2%及9.4%,远高于欧元区6.3%的平均水平,更超过欧元区设定门槛3%的水平,且它们的负债水平也都比较高,爱尔兰、希腊、西班牙、葡萄牙及意大利分别达到82.9%、124.9%、66.3%、84.5%、116.7%,远超过60%的警戒线。

鉴于希腊(Greece)、葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、西班牙(Spain)和爱尔兰(Ireland)五国的英文首字母正好组合成PIGS,于是“欧猪五国”就成了欧洲主权债务危机的代名词。

希腊主权债务危机自爆发后,危机的深度及广度远超过了当初的市场预期。从危机的影响广度上看,主权债务危机从希腊蔓延到了“欧猪五国”,甚至直指欧盟诸国;从危机的影响深度来看,主权债务危机从公共债务市场烧到了银行系统以及外汇市场,甚至有重挫欧洲经济之势。

但随着危机的扩大和蔓延,欧盟连同IMF共同通过了7500亿欧元的救助方案,以此来拯救欧盟诸国。令市场颇感意外的是欧洲主权债务危机燎原之势很快得到了遏制,并没像次贷危机一样一发不可收拾。

欧洲主权债务危机的作用机制到底是怎样的?关键点是什么?与次贷危机相比有什么不同?这方面很值得思考。本文将在以下章节探讨这些问题,从而使我们更好的认识欧洲主权债务危机的影响。

二、欧洲主权债务危机产生的内在原因

影响欧洲债务危机的原因是多方面的,既有内在的原因也有外在的原因。但外因是通过内因起作用的。本文将重点分析欧洲主权债务危机产生的自身原因及欧元区金融体制的问题,

具体如下。

第一、产业结构不完善,过于依赖外需。以希腊为例,主要是以海运、旅游、农产品出口等外向型产业作为获取外汇收入的支柱产业,而工业制造业比较落后。当国际金融危机爆发后,其支柱产业受到的冲击就比较明显。例如,2009年希腊旅游收入比2008年锐减达12亿欧元之巨。与此同时,国际收支逆差骤然上升,经常项目逆差占GDP的比重在欧元区16国中居于首位。

第二、社会福利过于优越,造成巨额财政赤字。第二次世界大战之后,欧洲各国纷纷建立了以高福利为特色的社会收入分配制度和社会保障制度,这种过于优越的社会福利制度也是造成财政赤字和债务负担过高的的重要原因。从工资水平上看,尽管希腊GDP增速始终徘徊在1%~2%左右,但实际工资增速却一直高于5%;从社会福利涵盖社会生活各个方面。当经济危机来临,财政收入相应下降时,而财政支出则是刚性的,从而造成巨额财政赤字也就不可避免。

第三、货币政策与财政政策二元分离,导致各国很难协调国内经济问题。一国的货币政策和财政政策应该是“互为依托,不可分离”。尽管欧元区成员国的货币政策已实现了高度的一致性,但财政政策却仍掌握在各个主权国家手中。因而当欧元区国家遇到经济金融问题时,它们只能运用财政政策来解决国内问题,这就导致各国财政赤字失控。

第四、统一的货币政策很难适应不同国家的需求。在欧元区内,既有像希腊这样经济基础发展较弱的成员国,也有以德国为代表的经济竞争力较强的国家。但金融危机爆发后,欧元区没有如美国一样进入零利率,这符合德国等经济强国的利益,却导致了希腊等国家遭遇重大的财政赤字难题。因为这些国家既无法让货币贬值,也不能调低利率以刺激借贷,只能依靠更多的国债来筹集资金,以实行经济刺激计划。

第五、欧元区在确保成员国遵守财政纪律方面存在制度漏洞。为维系经济稳定,欧盟《稳定与增长公约》规定了财政赤字和公共债务占GDP比重的上限,但没有政治上的强制力来确保成员国遵守上述规定,也没有制定相应的惩罚手段。此外,对于各成员国统计数据的准确性和可靠性,欧盟有关机构也缺乏有力手段加以监督。

第六、欧元区缺乏危机救助机制,在成员国出现危机时无法及时相救。面对危机,欧元区国家缺乏协调处理的机构,而各欧元区国家也不愿意为其他国家背负债务负担。因此各成员

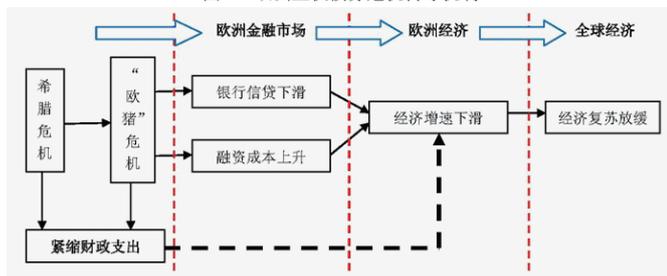
国在出台希腊救助机制过程中表现出种种分歧和矛盾，暴露出危机处理能力的不足。

▶▶ 三、欧洲主权债务危机的作用机制及与次贷危机的差异

(一) 债务危机的作用机制

金融危机总是会表现出明显的传染性特征，即从一个局部市场向相关联市场，甚至是整个经济系统传递。此次欧洲主权债务危机也不例外。它并不会仅仅限于公共债务市场，而是牵涉到银行市场、外汇市场、欧洲经济乃至全球经济。具体来看，欧洲主权债务危机将会通过两种路径来对实体经济产生影响，一种路径是通过金融市场来间接影响实体经济，另一种路径是通过缩减财政支出直接影响实体经济（如图1所示）。

图1：欧洲主权债务危机传导机制



第一种作用路径：通过金融市场来影响实体经济。

希腊债务危机传导到欧猪五国，首先是对金融市场产生影响。一方面是银行信贷下滑，另一方面是金融市场融资成本上升。

为什么银行信贷会下滑？这主要是因为存在三种渠道影响欧洲银行信贷的发放：一是资产减值准备上升，以应对欧猪五国债务违约；二是欧猪五国要发新债来还旧债，这将会挤压银行的融资市场；三是心理预期的影响，使得银行之间彼此不信任，从而拆借能力下降。

为什么金融市场融资成本会上升？这主要是因为评级机构下调了欧猪五国的信用评级，以至于融资成本中增加了风险溢价，市场利率上升。

其次是当金融市场出现惜贷以及利率上升的情况下，无疑对欧洲实体经济产生不利的影响，欧盟经济增速将会出现下滑。

最后，当欧盟经济出现下滑时，通过贸易渠道就会对其它国家产生影响。由于欧洲经济体相当于一个美国市场，对于全球经济的影响举足轻重。

由于这种作用路径是通过金融市场传导，而金融市场聚集有大量的流动性较强的金融资本。因此，一旦市场信心受到外界影响，就会呈现出“羊群效应”，出现恐慌性的抛盘现象，对市场的冲击力往往是超出市场预期，影响是短暂而剧烈的，可能会对金融系统带来毁灭性的冲击，从而对实体经济带来较大的影响。

第二种作用路径：通过缩减财政支出直接影响实体经济。

由于欧猪五国爆发了主权债务危机，主要问题是欠债太多，因此缩减财政支出是不可避免的选择，而缩减财政支出无疑会使经济增长放缓。

由于财政赤字过高不仅仅是欧猪五国的问题，欧元区其它国家也存在较高的财政赤字和债务规模。因此这场危机爆发后，即使各国政府通过协同努力避免主权债务违约的发生，但这是以缩减财政支出为前提的。这将会使各国的经济增长也受到影响，不过影响是缓慢的，长期的。

(二) 与次贷危机的差异

从以上的分析可以看出，主权债务危机与次贷危机相比，尽管都是债权债务市场出现问题，但在实质上却存在以下几个方面的差异。

第一、危机中所牵涉的债权损失不同。次贷危机源于房地产价格下跌所致，于是相关的证券化产品价格也跟着下降，债券持有人的损失将不可避免；而公共债务不一样，尽管存在违约的可能，但只要危机国家获得国际援助，度过债务难关，则债权人并不一定会出现较大的损失。

第二、危机的放大机制不同。次贷危机存在巨大的放大机制。次贷危机中，除了次级债券外，还有大量基于次级债券的金融衍生品，如CDO、CDS的规模远超过次级债券本身。而主权债务危机的债权债务相当清晰，衍生机制也不复杂，杠杆比例也很低，因此其对金融系统乃至实体经济的影响相对较小。

第三、危机发生的环境不同。次贷危机爆发前，整个市场处于一片亢奋之中，对危机的意识相对薄弱，而欧洲主权债务危机爆发前市场刚刚经历过金融危机的洗礼，在处理危机的措施、手段上也相对成熟一些。

第四、处理危机的难易程度也不同。次贷危机中，由于牵涉到房地产市场、债券市场、衍生品市场等，以至于处理危机就比较困难；而主权债务危机却相对容易对付，只要将希腊等欧猪五国的债务违约预期降低，给市场以足够的信心，将可以使危机不会波及银行，更难以演化成一个较大规模的全球经济危机。

▶▶ 四、欧洲主权债务危机的影响分析

(一) 短期影响较小

截至2009年末，欧猪五国的公共债务总额是2.94万亿欧元（相当于4万亿美元），债务规模比次贷危机2.5万亿美元偏大，由于欧洲银行是“欧猪五国”债务的主要承担者，因此，如对危机的爆发和恶化不加以遏制，会对整个欧洲的金融系统产生不可低估的影响。

正因为如此，欧盟及时推出了7500亿欧元的救助计划，以对付希腊、爱尔兰及葡萄牙的债务危机。如果欧猪五国出现20%的违约率，则违约规模相当于5880亿欧元，那么7500亿欧元的救助也完全可以进行覆盖。我们在欧洲主权债务危机的作用机制中就可以看出，这种债务危机只要能避免债务违约的发生，危机出现急剧性爆发的可能性就很小。更何况公共债务在这五国的分布并不均匀。

此外，欧猪五国的经济总量总体偏小，对市场的冲击力也相对较小。根据欧洲统计局公布的数据显示，2009年欧元区16国GDP总量约8.96万亿欧元（约合11.6万亿美元），其中德国、法国的占比最高，分别为21%、17%，而“欧猪五国”的GDP总量约2.5万亿欧元（约合3.3万亿美元），占比约28%。从爆发危机的国家经济总量上看，主权债务危机还未触及欧元区的核心国家德国和法国。

(二) 中长期影响较大

尽管欧洲主权债务危机在短期内没有出现暴风骤雨般地急剧恶化现象，反而呈现出危机似乎已经过去的表象，但从中长期的角度看，欧洲主权债务危机并未过去，而且会在未来几年一直影响着欧洲经济的发展。

从欧洲主权债务危机的根源和作用机制中可以看出,欧猪五国乃至欧盟各国要想从危机中彻底走出来,必须缩减财政支出。目前,除了欧猪五国外,德国、法国、英国也都宣布了缩减财政开支的计划,成为欧盟的一个普遍现象。

这对本已脆弱的欧洲经济来说将会是一个不小的打击。美国金融危机爆发后,欧洲各国的经济增长就面临着停滞或衰退的不利局面,尽管当时采取了经济刺激措施使得经济出现增长,但增长还是比较微弱。据欧洲统计局公布的资料显示,2009年欧元区经济出现了持续的负增长,到了2010年1季度欧元区经济才出现微弱增长,同比增长仅0.90%。因此,在这时又采取缩减财政支出的紧缩政策,将会使得这些国家的复苏之路变得更为漫长。

又由于欧盟27国的经济总量较大,2009年GDP总量为11.80万亿欧元(约合15.3万亿美元),比美国同期14万亿美元的GDP总量还大,那么一旦欧盟经济陷入低速增长或者停滞的话将会对全球经济产生较大的影响。欧盟作为中国最大的贸易伙伴,一旦经济增长不力,中国的出口市场将会面临较大的考验,这方面很值得思考。

(上接第38页)

例如银行对联合担保的中小型企业发放贷款,证券监管部门允许企业发行集合融资债券等,这些都利于企业的融资。另外,我国政府将进一步加大投资力度,用于基础设施建设及国计民生,这给相关企业提供了更好的拓展业务机会。当前由于国内外资产价格的大幅度下降,给一些有实力的企业带来了更多的并购机会,不仅能够在国内拓展业务,还能在国际市场进行并购与发展。

5、企业积极调整自身发展

企业为了抵御金融风暴,要积极开展自救、寻找新的市场,需要依赖先进的管理方法与管理体制,发挥企业现有的技术、设备及人员优势,提高人力资源的管理水平,促进企业的健康长远发展。另外,企业还应时刻关注市场信息,并不断研究推出新产品。根据相关调查,若企业缺乏信息来源或对市场的前景把握不准确,会阻碍企业的健康发展。市场时时刻刻都存在变化,所以有可能企业正在研发的新项目,在没有完成之前就已经在技术上或需求上被市场淘汰了,这就需要企业能有一套随机应变的管理方法与体制,而这种行之有效的管理方式,也是企业应对金融风暴的重要手段。

6、加强人才队伍的建设

首先,企业应建立正确的人才观。认识到人才是企业兴衰、发展之本,人才资源是企业发展的重要资源,应将人才发展与企业发展同步规划,将企业的发展建立在提高职工队伍素质的基础上,达到人才培养与企业进步的协调发展。其次,应扩大企业人才的数量,加强对人才的培训,利用一切机会及条件加强人才培养,为他们提供自由的发展空间。另外,企业还应建立科学的考核体制,加强人才评价体系的创新,建立科学的人才考评机制,让各种人才的工作能通过考评量化得以认证,以保证企业能正确评价人才、留住人才,增强国际市场竞争能力。

▶▶ 参考文献:

- [1] 孙立坚. 欧盟制度是希腊危机的成因[J]. 中国对外贸易, 2010(4).
- [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[J]. 求是, 2010(7).
- [3] 张尚斌. 希腊债务危机——美国未来十年的榜样[J]. 证券市场周刊, 2009(12).
- [4] 韩志国. 欧洲主权债务危机的成因和发展的四个方向[J]. 当代经济, 2010(7).
- [5] 述评. 希腊债务危机的结局[J]. 国际经济评论, 2010(4), P147-149.
- [6] 王欣昱. 欧洲主权债务危机及其对我国出口贸易的影响[J]. 财经界(3), P4-6.

(责任编辑: 罗亦成)

▶▶ 总结

在全球性金融危机形势下,中国企业要有自救的信心机制,面对金融危机的冲击,中国企业出口产品大量减少,企业的资金也面临着严峻的考验,企业员工面临着下岗的威胁。多数企业面临的不仅仅是宏观经济环境所带来的考验,同时还面临着政策因素、市场因素和自身资源能力提升不足所带来的影响。面对当前的形势,企业要有自救的信心,努力恢复自己的能源再造机制。与其等着政府和社会来救自己,企业不如积极开展自救,对处于内忧外患危机下的民营企业来说,更应当结合自身情况,以维持生存为基础目标,慎重增加新的投入,放缓既定投入规划,努力熬过当前的难关。

▶▶ 参考文献:

- [1] 王成. 新形势下中国企业培育国际竞争力分析[J]. 科学与技术管理, 2008(2)
- [2] 温晓娟. 企业国际竞争力相关概念辨析与影响探讨[N]. 经济问题探索, 2005(7)
- [3] 陈雪峰. 如何提高我国企业品牌国际竞争力[J]. 首都经济贸易大学, 2007(12)
- [4] 胡亮. 金融风暴对中小企业的影响及对策分析[C]. 财政之家, 2007(12)
- [5] 沈东起. 浅谈如何在金融风暴逆境中提升企业[R]. 青岛大学出版社, 2009(3)
- [6] 陈雪峰. 全球金融危机形势下信息化该怎么走[J]. 江西经济学院, 2010(11)

(责任编辑: 张彬)