

欧洲主权债务危机及其政策困境

□ 武琼 段迎君

一、欧洲主权债务危机的背景

2009年下半年,针对美国发生的金融危机,欧洲各国政府的全力营救,经济刺激政策效应显现,经济复苏态势基本确定。但欧元区小国希腊的主权债务问题却逐渐浮现,并愈演愈烈。2009年10月,希腊政权更迭,新政府被迫公开实情,主权债务问题端倪初露。12月,希腊政府对外正式宣布其2009年的财政赤字预计将达到GDP的12.7%,而公共债务占到GDP的113%,均远远超过欧盟《稳定与增长公约》所规定的3%和60%的上限。接着,全球三大评级机构惠誉、标准普尔和穆迪在一个月内相继调低该国的主权信用评级。评级下降意味着政府发行的政府债券投资风险上升,融资成本将显著增加,发债融资将愈发困难,对解决债务危机极为不利。随着2010年4、5月份200多亿欧元债务的到期日子临近,希腊政府为应付投机压力和偿还债务,被迫出台了一系列的增收节支措施以压缩公共赤字的具体举措,包括提高燃油税、降低税收起征点、冻结公务员加薪、改革养老金发放等紧缩性举措。除希腊外,爱尔兰、意大利、西班牙和葡萄牙等欧洲各国的财政状况也捉襟见肘,如出一辙。西班牙已经同希腊一起被下调了主权信用评级,葡萄牙2009年的预算赤字预计将从2008年占GDP的2.8%跃升至8%,爱尔兰则从7.2%扩大到10%以上,意大利也深陷主权信用危机的泥潭。各国担心会出现多米诺骨牌效应,从而导致市场对欧元的投机攻击。

为避免危机恶化导致灾难性后果的发生,5月10日,欧洲紧急出台总额达7500亿欧元的救助机制,这是欧洲有史以来最大规模救援行动。其中4400亿欧元是欧元区政府承诺提供的贷款。为实施救援,欧元区政府成立一个为期3年的欧洲金融稳定机制,作为一个特殊目的机构,将发行债券筹资以帮助面临主权债危机的任何欧元区国家;600亿欧元将由欧盟委员会依照《里斯本条约》从金融市场筹集;IMF也将提供2500亿欧元。为避免国债价格下跌,到5月28日,欧洲央行

已购买近400亿欧元的欧元区债券,包括希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰的政府债券,其中250亿为希腊主权债务。欧洲央行平均每个交易日购入约30亿欧元的债券,其中20亿来自希腊。但希腊短期内并无好转的迹象,欧洲央行几乎是希腊主权债券的唯一买家。

除购买问题国债外,欧洲央行在公开市场操作通过各种措施,如降低欧洲央行贷款的抵押标准,增加向货币市场的流动性注入。美国联邦储备局则宣布将重开与其他央行的换汇额度,以确保其他央行能获得充足的美元。目前应该可以断定,希腊在未来两年的国债已经有钱偿还,不会违约,传染效应暂时得到控制,局面不会继续恶化下去。尽管欧洲主权债价格得到稳定,但由于对欧洲经济缺乏信心,投资者抛售欧元购买美元,导致欧元持续贬值。欧洲主权债务危机远未结束。

二、欧盟面临的政策困境

(一)政策选择的困境

金融危机影响暂未完全消除,主权债务危机又不期而至,在经济刺激政策继续还是退出问题上,欧盟国家面临两难选择。

如果选择退出经济刺激政策,那么欧洲各国经济将面临再次探底的威胁。希腊、西班牙、爱尔兰等国家的支柱产业是受金融危机影响严重的周期性产业。如希腊经济主要靠旅游业、造船业、文化业和农业,其中旅游业占比在20%以上。“国际金融海啸”袭来,希腊经济遭受严重打击,特别是旅游业收入,2009年希腊旅游收入比2008年锐减达12亿欧元之巨。西班牙的支柱产业主要有房地产和旅游业,在2008年国际金融危机爆发后,房地产价格出现大幅下滑,目前房地产空置率居高不下,房地产业风险凸显;其另一支柱产业旅游业,因前几年旅游资源被过度开发,在金融危机强力冲击下迅速萧条,目前一些度假地的酒店入住率还不足50%。爱尔兰是一个以农业为主要产业的国家,国际金融危机对其农产品出口也带来严重冲击。因此,可以预

见,如果退出经济刺激政策,则这些国家的经济将再次下滑,欧洲经济复苏的步伐将再次延缓。

另外,退出刺激政策还要承担一定的政治压力和社会风险。危机暴发后,在没有外援救助的情况下,希腊政府学习爱尔兰的做法,决定采用加税和减薪并重的措施,以期在2010年把财政赤字占GDP的比例降至8.7%,到2012年把这一比例控制在欧盟规定的3%以内。但是这些措施遭到了国内民众的极力反对,引发了全国范围内此起彼伏的抗议、罢工和示威游行。因此,政府在通过紧缩的政策以摆脱债务危机的同时,还需要考虑国内社会的承受能力,减少社会动荡的风险。如果选择继续经济刺激政策,则会使主权债务危机雪上加霜。在欧洲央行统一行使货币政策权后,欧盟各国进行经济刺激的主要政策工具便是财政政策。如果个别国家继续实施扩张性的财政政策,则日益高涨的财政赤字会导致债务违约风险的加剧,使国际社会对其政府的信誉和偿债能力的信任度锐减并减持相关国家的国债,或买入信贷违约掉期合约(CDS),以对冲债券违约风险。其结果是,这些国家的国债收益率大幅攀升。过高的国债利率不仅大大提高这些主权国家的政府融资成本,而且也增加原有债务的偿还压力。同时,由于一国的国债利率大多与企业债券利率走势一致,如果国债利率大幅飙升,企业的融资成本也将随之上升,从而给实体经济带来强烈的紧缩效应。而企业的困境将进一步传导给金融机构。据希腊最大的银行阿尔法银行最近公布的报告称,相比2008财年净利润5.121亿欧元,2009年财年净利润下降32%,为3.498亿欧元(约4.79亿美元),之前市场预期为盈利3.574亿欧元。该银行称,考虑到希腊政府新近宣布的试图减小财政赤字的紧缩政策,希腊银行的资产质量会面临较大压力。如果希腊等国家主权债务危机愈演愈烈,发生支付危机,势必拖累诸多欧元区国家和银行机构。因为希腊等国在本世纪发售的国债要么为欧元区各大银行所购买,要么得到了欧元区银行或保险公司的担保。在欧洲经济一体化背景下,欧元区债务危机可能引发连锁反应,拖累欧元区各国乃至整个欧盟经济复苏。

并且,赤字和债务规模增加,很可能会引发整个欧元区范围内的利率上升和欧元升值,从而影响欧元区其他国家的经济发展,并且会造成国与国之间的政治紧张。尤其是欧元区内的国家如果实行这种扩张性的预算政策,上述影响将更为明显。如果欧元区出现上述情况,则会给欧洲中央银行造成增发货币以压低利率的强大压力,因为这时欧洲中央银行如果不及时采取措施降低利率,对私人投资的“挤出效应”将会影响欧元区国家长期的经济增长。为了支持各国的经济发展,欧洲中央银

行最终将不得不因此而放松银根,其结果又很容易导致欧元区内的通货膨胀以及欧元的对外贬值。

(二)政策协调的困境

1.从经济层面来讲,欧元区各成员国实行同一货币制度,具有统一的货币政策,但欧盟却没有统一的财政政策,造成了分散的财政政策和统一的货币政策之间的失衡。当各国丧失货币政策之后,财政政策将是各国政府的唯一选择。这个欧元区特有的政策二元性矛盾,导致成员国在统一的货币政策面前缺失了重要的经济调整杠杆,从而失去了能够熨平危机的宏观经济调控手段。货币政策在对应金融危机的冲击时已经显得捉襟见肘,欧元区各国无法通过汇率及货币政策减轻债务负担,只能依赖于强制缩减财政赤字,而缩减财政赤字即意味着经济进一步的衰退,并面临着政治风险。目前看来,希腊政府在摆脱债务危机的同时,不得不考虑国内社会的承受能力,减少社会动荡风险。如若刺激经济,政府只能扩大支出、增发国债,这可能带来欧元区利率的上升、汇率的升值,进而影响其他国家经济增长。此时欧洲中央银行则面临放松银根、支持各国经济增长与继续执行紧缩货币政策、保持欧元稳定的两难选择。尽管最优货币区内生性理论认为统一货币的产生会有助于缩小货币区内各国间的差异,从而降低不对称冲击的程度。但是,欧元区成立以来的现实情况是,欧元区各国间的差异没有被缩小,而之前对政策协调方面的忧虑也变成现实。

2.从政治层面来讲,虽然,希腊经济体在欧盟占比很小,欧盟完全有实力对其进行救助,但是救助措施的实施将会使欧盟陷入道德风险的漩涡中不可自拔。在欧元区,面临债务危机威胁的不仅是希腊一家,葡萄牙、西班牙、甚至法国和英国都存在爆发债务危机的可能。上述国家GDP占欧元区的35.2%,欧盟的25.9%,且仅2008年其债务总额就已经高达25228亿欧元,体量巨大,无以承担。欧盟如果选择救助,必将面临巨大的资金压力。另外,如贸然出手,则会造成逆向选择,变相鼓励希腊这类欧元区外围弱国长期放任财政赤字,绑架区内严格执行财政纪律的和经济状况较好的国家,这也是为何作为主心骨、且当初牺牲坚挺马克入欧元区的德国迟迟不愿出手的主要原因。

(三)制度变更的困境

欧盟在推出欧元之前,于1991年12月通过了《欧洲经济和货币联盟条约》(又称《马约》),《马约》所附的一个文件叫《关于过量赤字程序议定书》,它要求加入欧元区的国家政府财政赤字不能超过GDP的3%,政府债务余额(包括中央政府、地方政府和社会保障基金)不能超过GDP的60%(这两个指标又被称为财政

趋同标准)。尽管欧盟有上述严格的程序,但很多欧元区国家包括德国和法国预算赤字都是长期超标的,此外意大利的赤字超标问题也比较严重。由于德、法、意都是欧盟中的大国,欧盟对其赤字超标尽管不满,但也很难对这些国家作出制裁或处罚的决定。例如,德国由于“两德统一”联邦政府需要大量花钱,加之近年来失业问题一直严重,所以财政赤字一直压不下来,2002年德国各级政府的财政赤字达到了GDP的3.5%,2003年至2005年分别为3.9%、3.25%和3.3%,财政赤字连续四年超过了3%的上限,而这几年德国并没有面临严重的经济衰退。对于上述严重的赤字问题,欧盟不断向德国发出警告,要求其加大措施力度,尽快将赤字控制在GDP的3%以内,甚至给德国下了“最后通牒”,但收效甚微。而另一方面,面对几个大国财政赤字不断超标的实际情况,欧盟若不修改条约,从各国现实情况看,财政赤字也很难降到规定范围之内,如若修改条约,对《稳定与增长公约》进行一定的修改,则又会纵容各国扩大赤字,加大政策协调的难度。

同时,1991年签署的《马斯特里赫特条约》(即《欧洲联盟条约》)第104条明确规定,禁止欧洲中央银行和成员国中央银行向成员国或共同体的公共部门提供透支或者类似透支的贷款;禁止欧洲中央银行和成员国中央银行直接向这些机构购买债券;禁止欧洲中央银行接受或者寻求其他机构的救助指示等,这些制度条款构成了欧盟救助希腊的法律障碍。因此,在欧盟选择救助希腊之后,条约的修改就是不得不面对的一个问题。

三、对于困境的深层次分析

欧盟目前面临的困境,既有内部制度建设缺位、政策协调混乱的因素,同时也是社会问题在政治、经济方面的显现。

(一)人口老龄化与高福利体系

一方面,欧洲面临严重的人口老龄化问题。欧洲国家公共养老金制度普遍实行现收现付制,年轻人的缴费并没有积累起来,而是用于了支付当期退休职工的养老金,这些年轻人几十年后的养老金支付就只能由未来的政府通过向未来的年轻人收税(费)来解决。从未来的年轻人的角度看,他们面临着双重负担:一是要负担当前政府的显性负债(因为公债最终要由后代的纳税收入来偿还),二是要负担当前政府在养老金方面的隐性负债(即对年轻人未来支付养老金的承诺)。

另一方面,社会保障体系代价高昂。一是从工资水平上看,欧洲各国以“高工资”著称,就连希腊这样一个在欧洲较为贫穷的国家,社会工资水平一直在高速增长,尽管GDP增速始终徘徊在1%-2%左右,实际工资

增速却一直高于5%,在2008年达到8%——高于欧盟国家平均水平4个百分点。二是从社会福利方面看,各国建立了包括儿童津贴、病假补助、医疗、教育、住房、失业救济、养老保险、殡葬补助等各类福利制度,涵盖社会生活各个方面。特别是对失业人口的巨额补助,成为拖累政府财政的重要因素。如希腊的失业率常年在10%左右,在欧洲地区并不算最高,但对于一个底子相对较薄的国家来说,失业救济却是一个沉重的压力。在德国,一个失业人员在失业后的第一年之内可以拿15个月的救济金,约合原在业期间收入的60%以上;从第二年开始虽然只有12个月,但养活自己则没有问题,导致一些“宁可失业也不愿就业”的群体出现。失业人口多,也限制了政府的税收收入的增加,希腊的总体税收一直维持在GDP的40%,多年没有提高,而支出却在逐年增加。欧盟目前平均社会福利开支已近GDP的30%,最高的瑞典已达31.5%,远高于美国(16.3%)、日本(19.1%)。高昂的福利费用不仅扩大了公共支出、推高了公共债务水平(2008年达61.5%),也造成了高税收和成本,使其在全球化竞争中逐渐丧失区位优势。同时还挤占了科研、教育等投入。迄今为止,欧盟成员国大多未达到即将到期的欧盟“里斯本战略”所规定的科研投入为GDP3%的目标,令其在IT等领域远不及美国,造成创新乏力,经济增长缓慢。

为应对人口老龄化的影响以及社会福利支出的不断增长,政府所能依赖的只有赤字财政政策,而不断推高的财政赤字又为今天的主权债务危机埋下了伏笔。

(二)一体化的跛形机制

从深化来看,尽管经济一体化尤其是单一货币为标志的经货联盟的建立和运行取得了巨大的成就,里斯本条约的签署无疑又重启了深化进程,但政治一体化程度的限制和现有货币制度安排单兵独进、缺乏财政政策配合的软肋仍然明显。另外还有各国主权和不同利益诉求的博弈。

欧洲经货联盟中的货币一体化是以欧元区各成员国让渡货币主权、遵守赤字和债务等趋同标准为基础、各自仍拥有独立的财政政策为现实的制度安排。其最大的软肋在于,货币主权和财政主权分属管辖范围、目标不一的欧央行和成员国,财政和货币政策冲突和错配的概率极大,两个主体执行效率均受损失,总体可能1+1小于2。对获得了各国货币主权让渡的欧洲央行来说,其单一目标是平抑通胀、维持欧元对内币值稳定而非各国的经济景气,尤其是当各国经济景气状况不一致,遭受所谓不对称冲击时,实施单一货币政策的欧洲央行就首尾难顾。对欧元区国家来说,在向欧洲央行让渡了货币主权后,形成政策跛脚,尤其是(转第61页)

升现实保险品质,力争保持现实保险状态良性运行的常态化。

(三) 保险状态评价不要忽略非量性的品质因素

如果两种保险状态 A、B 进行比较,A 比 B 多了几个险种、几个分支机构或几个研发项目等数量性指标的差距,可以说 A 的保险状态比 B 好,这是一个悖论。历史的经验告诉我们,真正的科学发现不一定被当时的人们所共识,有些探索者虽然让许多人认为是一无所获,但他们的科学探索的信念、毅力和态度却是永不消失的高贵品质。

(四) 彻底解放人们探索保险规律的自由空间

保险具有知识含量和技术含量双高特质。对保险从业人员的资质条件的要求也应该格外高。保险从业人员尤其保险研发人员应当具有高水平的探索发现保险领域及其相关事物生存发展规律的资质条件,这些人才所累计与传播知识的特殊阅历与资质水平与其他群体之间替代性不高,并且在保险领域不同研发项目人员之间的替代性也不高。因此,对保险从业人员的管理不同于组织成员之间具有可替代性的员工管理,尤其对保险高端人才的管理应遵循“疑人不用,用人不疑”的用人原则和树立无为而治的管理理念。保险管理者应尽一切可能让保险从业人员以饱满的热情全身心投入自己所钟爱的保险事业,同时也要注意还原保险从业人员应有的尊严。

(五) 坚守科学信念注重保险细节的合规性

在此所提到的合规性特指符合保险规律要求的法律法规和具体的保险规章制度。规律反映的是事物生存与发展的客观要求与标准,而事物的生存属性可体

现规律的空间属性,事物的发展属性可体现规律的时间属性。由此可知,要实现切实遵循保险规律,须以无休止地积极探索发现规律为前提。重视保险每一环节的合规性,这样有助于避免规律面前出现过度的“左倾”或“右倾”现象。

(六) 不断提升保险技术与艺术水平

“保险三态”错位的常态性并不是说“保险三态”的相互错位是可接受的,正相反,现实中绝大多数“保险三态”的错位的情形是不可接受的。在形成错位的诸多因素中,保险技术与保险艺术两者相关的务实与务虚问题处理不当的情况较为明显。应高度重视保险规律、保险技术和保险艺术三者间的相互关系。在务实方面,注重保险技术要密切联系保险规律;在务虚方面,保险艺术丰采的展现须“万变不离其宗”。

五、结语

笔者提出的“五_z一线”分析视角,有助于对导致“保险三态”形成错位主要影响因素的深入理解和认识。任何一种保险状态须以与之相对应的保险资源相对应。保险资源引进、开发、整合与利用会促进当下保险状态的改变,其改变的程度无论是否符合保险主体自身的期望状态还是社会的期望状态,对其评价的唯一标准就是是否遵循保险规律,同时将探索发现保险规律和遵循保险规律的理念贯穿于包括“五_z一线”在内的所有的保险管理与服务之中。(附注:此文为浙江保险学会 2010 年度科研课题研究成果。)[作者:浙江财经学院]

(接第 26 页)在遭受外来冲击时无法独立使用汇率政策等来应对,只能更加倚重财政政策。容易造成赤字和债务负担普遍超标,包括德法等核心国家在内均无幸免,危机刺激政策使债务更加凸显;且由于稳定公约的限制,各国财政政策运用也颇多制肘,调节手段和能力大降,在此次金融危机中表现得非常明显,这也是德法等国拒绝美国呼吁不愿大肆扩大刺激举措的部分顾虑所在。

(三) 步履维艰的制度建设

欧元区的经济治理本应立足于 3 个支柱:欧洲中央银行负责单一货币的货币政策;《稳定与增长公约》为财政政策提供硬性的协调;《里斯本战略》在经济政策方面提供软性的协调。而在本次危机中,除了欧洲央行这一支柱几乎没有受到冲击之外,其他两个支柱都暴露出致命的弱点。尽管《稳定与增长公约》在欧元诞

生的第一个 10 年里在预算紧缩和趋同方面取得了一定的进步,但在本次希腊危机中还是暴露出明显的缺陷。具体表现为:第一,虽然公约专门对“过度政府赤字”进行了明确,并规定了出现“过度政府赤字”状况时应采取的步骤和措施。但遗憾的是,该公约过高估计了发达经济体的“自律”能力,市场经济中视为神明的“信誉”会在公约中遭到践踏。在出现了“过度政府赤字”时,所能采取的措施也仅仅是跟踪、警告而已,缺乏实际的惩罚措施;第二,在发生问题的早期没有相应的预警和确认机制,针对发生问题的国家也缺乏应有的机制来对所涉及的风险进行讨论;第三,基本的救助条款模糊不清,降低了整个救助机制的可信度。并且针对出现的紧急状况,没有可替代的预案来救急。[作者:武琼;河北大学;段迎君;中国人民大学]

责任编辑:张莹