

# 欧洲主权债务危机问题浅析

张 赶 （中国人民银行国际司）

## 一、背景分析

2008年以来，受金融危机冲击，欧元区经济体陷入经济下滑、失业攀升和政府债务负担加重的困境，葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等国（PIIGS）的公共债务风险持续加大。近期，标准普尔等全球三大信用评级机构相继调低了希腊、葡萄牙和西班牙等欧洲国家的主权信用评级（见表1）。

表1 三大评级公司对部分国家的主权信用评级情况

国家	标准普尔			穆迪			惠誉		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
希腊	A+	BBB+	BB+ (4月27日下调)	Aa2	A2	A3 (4月22日下调) Ba1 (6月14日下调)	A-	BBB+	BBB- (4月9日下调)
西班牙	AAA	AA+	AA (4月28日下调)	Aaa	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA+ (5月28日下调)
葡萄牙	AA-	A+	A- (4月27日下调)	Aa2	Aa2	Aa2	AA	AA	AA- (3月24日下调)
意大利	A+	A+	A+	Aa2	Aa2	Aa2	AA-	AA-	AA-
爱尔兰	AAA	AA	AA	Aaa	Aa1	Aa1	AAA	AA-	AA-
美国	AAA	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA

\* 张赶，经济师，经济学硕士，重庆大学经济与工商管理学院在职博士，供职于中国人民银行国际司。

续表

国家	标准普尔			穆迪			惠誉		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
英国	AAA	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA
日本	AA	AA	AA	Aaa	Aa2	Aa2	AA	AA	AA

资料来源: Reuters, 相关网站新闻。

2010年4月,希腊的主权债务评级相继被惠誉、穆迪和标准普尔等全球三大评级公司调低,其中标准普尔于4月27日将希腊的长期国债信用评级从BBB+降至BB+(垃圾级)。同时,标准普尔还将葡萄牙长期信用评级下调至A-。4月28日,标准普尔将西班牙长期主权信用评级由AA+调至AA,成为两天内第三个信用降级的欧洲国家,欧洲主权债务危机出现进一步扩大的趋势,直接引发了全球金融市场动荡。由于西班牙经济总量居欧元区第四位,金融市场对欧元区经济的信心进一步受到重挫,欧美股市大幅下跌(见图1)。

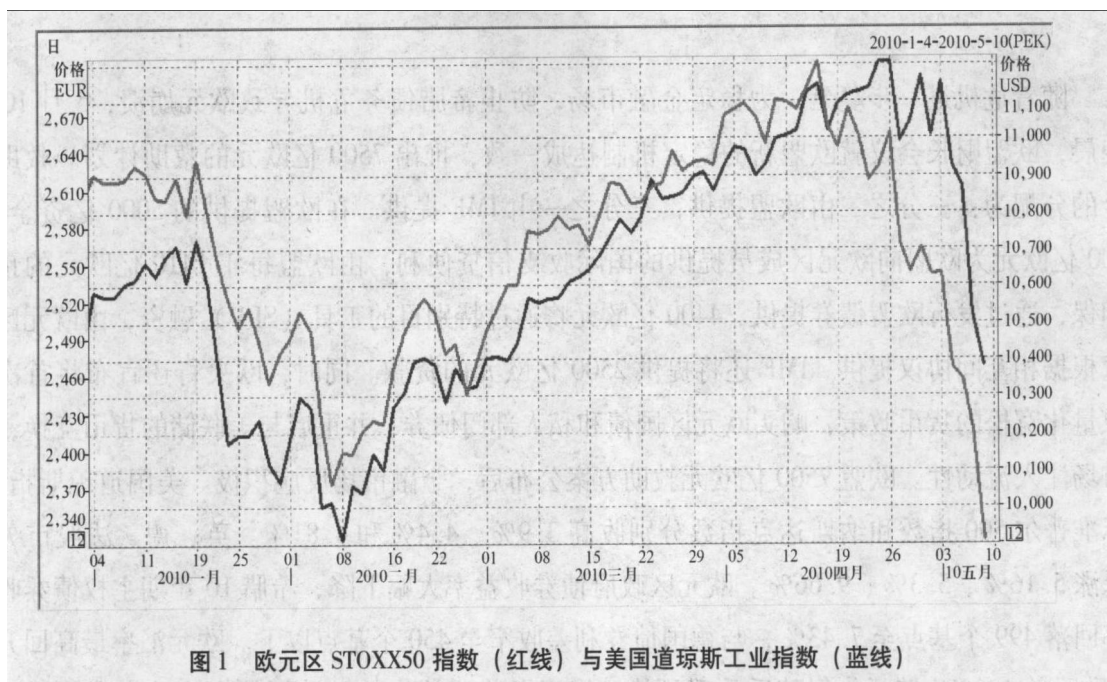


图1 欧元区 STOXX50 指数 (红线) 与美国道琼斯工业指数 (蓝线)

数据来源: Reuters

在债务危机救助问题上,最初欧盟内部分歧较大,德国等国担心会引发道德风险,使债务危机未能得到及时应对。5月2日,在经历了多轮艰苦复杂的谈判之后,欧盟与国际货币基金组织就援助希腊债务危机方案达成一致,双方决定在未来三年向希腊政府提供总额为1100亿欧元的贷款,其中欧元区国家出资800亿欧元,国际货币基金组织出资300亿美元。5月3日,欧洲中央银行决定暂时无限期地取消希腊政府借贷的信用评级门槛。受此影响,金融市场出现短暂反弹。但因欧盟的救援计划还需各国立法程序加以确认,救援所附加的苛刻条件很可能在受援国内遭遇巨大阻力,因此未能完全平息投资者对于欧元区前景的担心,市场信心依然脆弱,欧元对美元汇率屡创新低(见图2)。

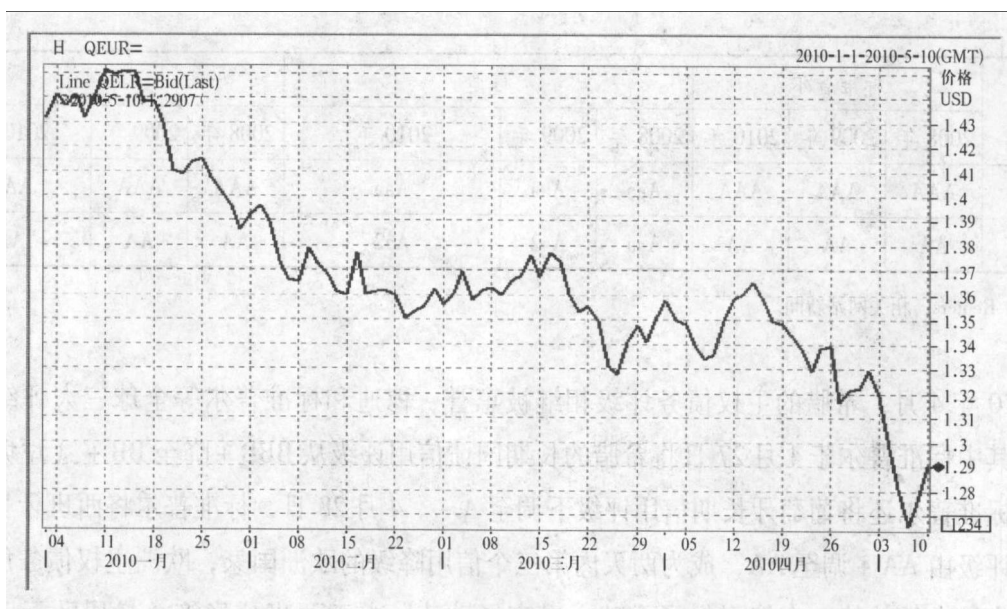


图2 欧元对美元近期汇率走势

数据来源：Reuters

随着危机进一步蔓延，为稳定金融市场，防止希腊债务危机导致欧元崩溃，5月10日凌晨，欧盟财长会议就欧盟新的稳定机制达成一致，推出7500亿欧元的救助计划。救助资金的分配为：三分之二由欧盟提供，三分之一由IMF提供。在欧盟提供的5000亿资金中，600亿欧元为欧盟向欧元区成员提供的国际收支信贷便利，由欧盟每年1410亿欧元的预算担保，通过发行欧盟债券提供。4400亿欧元将通过特别目的工具（SPV）融资，由欧元区国家根据相互间协议提供。IMF还将提供2500亿欧元的贷款。同时，欧央行还宣布将首次采取量化宽松的货币政策，购买欧元区国债和私人部门债券，并重启与美联储的货币互换，向市场注入流动性。欧盟7500亿欧元救助方案公布后，金融市场反应积极。美国道琼斯指数、标准普尔500指数和纳斯达克指数分别收高3.9%、4.4%和4.81%。英、德、法股市分别暴涨5.16%、5.3%、9.66%。欧元区政府债券收益率大幅下降，希腊10年期主权债券收益率回落499个基点至7.43%，与德国债券利差收窄至450个基点以下。欧元汇率最高回升至1欧元兑1.3094美元，但随后重现颓势。投资者普遍认为救助计划的实施效果有待进一步观察。

## 二、原因分析

本次欧洲主权债务危机产生的原因比较复杂，既有金融危机冲击导致经济增长前景恶化的影响，也与危机国家财政约束机制失效、债务负担过重、债务统计数据不实有关，但评级机构推波助澜也是导致债务危机持续扩大的重要因素。

（一）希腊债务统计数据不实、引发市场信任危机。希腊危机爆发后，据欧盟统计局披露，希腊政府当年为加入欧元区，与高盛公司交易，通过“货币互换掉期交易”和抵押未

来收入的方式，掩饰了高额的公共债务，以满足加入欧元区的要求。由此引发了市场对希腊政府的信任危机及对主权违约风险的担忧。

(二) 有关国家财政约束机制失效、债务负担过重。金融危机使欧洲国家经济增长下滑、财税收入减少，而大规模经济刺激计划又加剧了欧洲国家的财政支出压力，使其赤字激增、偿债风险上升。此次欧洲主权债务危机源于欧盟缺乏对各成员国财政政策的有效约束、部分国家过度负债（见图 3、4），均超过《稳定与增长公约》中的有关规定。

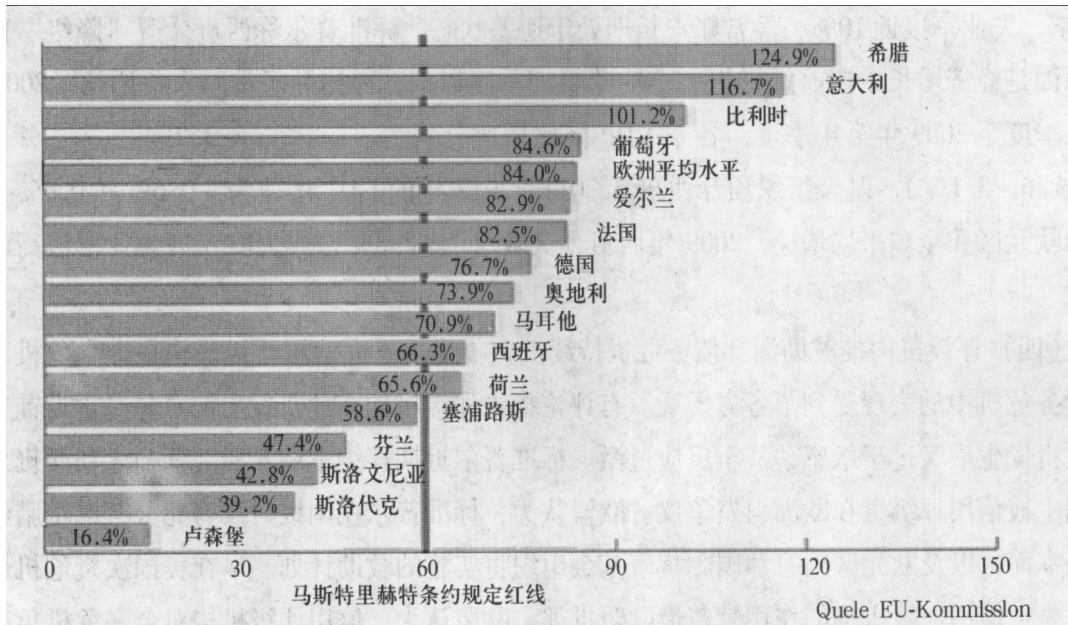


图 3 2009 年欧洲各国债务与 GDP 比值 (%)

数据来源：欧盟统计局网站。

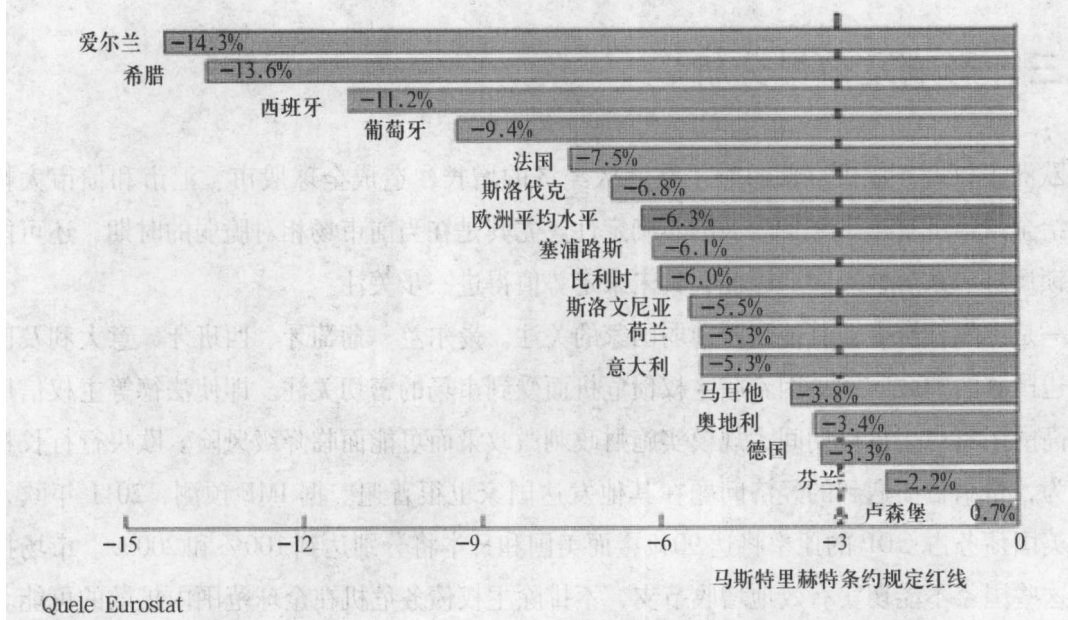


图 4 2009 年欧洲各国财政赤字与 GDP 比值 (%)

数据来源：欧盟统计局网站。

(三) 经济增长受危机冲击较为严重、中期前景有所恶化。据统计, 2000 - 2009 年希腊实际 GDP 平均增长 4.0%, 失业率平均为 9.7%。受金融危机影响, 2008 年经济增速大幅下跌至 2%, 2009 年 1 至 4 季度实际 GDP 分别同比下跌 0.5%、1.2%、1.7% 与 2.6%。欧盟统计局预测 2010 年希腊经济将下跌 0.3%。此外, 希腊的工会和左派势力较强, 社会福利制度成本高昂, 劳动力市场僵硬, 生产率较低, 偷逃税款现象严重, 上述经济结构性问题削弱了希腊的中长期经济增长潜力。葡萄牙经济增长在 2008 年陷于停滞, 2009 年 GDP 下滑超过 3.0%, 失业率接近 10%, 经常账户长期处于逆差状态。标准普尔称西班牙遭“降级”的一大原因是经济增长中期前景恶化。2008 年第四季度以来, 西班牙经济陷入负增长 (2008 年第 4 季度至 2009 年第 4 季度, 各季 GDP 同比增速分别为 -1.2%、-3.2%、-4.2%、-4.0% 和 -3.1%)。基金组织预计西班牙 2011、2012 年的 GDP 增速为 -0.6% 和 0.9%, 均低于欧元区 and 全球平均增速。2009 年西班牙失业率为 18.8%, 成为欧元区失业率最高的国家之一。

(四) 评级机构推波助澜、债务危机持续扩大。美国三大信用评级机构在金融危机和欧洲债务危机中的表现受到了各方质疑。有评论指责评级机构在危机发生前总是过于迟钝, 而在危机发生后又过于敏感, 甚至反应过激。标准普尔近期连续下调希腊、葡萄牙和西班牙的长期主权信用评级, 在欧洲引发争议。欧盟认为, 标准普尔在调级时没有充分考虑希腊经济的基本面, 以及欧元区国家和国际货币基金组织将实施的救助计划。早在美国次贷危机爆发后不久, 信用评级机构的作用就曾遭欧盟批评。欧盟认为, 信用评级机构对金融危机负有部分责任, 因为它们在危机苗头显现时未能及时提醒投资者注意风险, 从而导致损失扩大, 加剧了金融市场的动荡, 并使其最终演变成金融危机。而在近期的高盛事件中, 穆迪、标准普尔等美国评级机构也被卷入其中, 遭遇信任危机。

### 三、影响及前景分析

欧洲主权债务危机直接影响了欧元区经济的增长, 造成全球股市、汇市和债市大幅波动, 给全球经济复苏带来了较大的不确定性。尤其是在当前市场相对脆弱的时期, 还可能引发连锁反应和系统性风险。因此, 其未来走势值得进一步关注。

一是引发投资者对其他财政薄弱国家的关注。爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利及巴尔干周边国家的财政问题也因希腊主权债危机而受到市场的密切关注。即使法德等主权信用评级较高的国家也因危机期间大规模实施财政刺激政策而可能面临降级风险。欧央行行长特里谢认为, 希腊目前遇到的经济问题在其他发达国家也很普遍。据 IMF 预测, 2011 年欧元区以及英国债务占 GDP 的比率将达 90%, 而美国和日本将分别达到 100% 和 200%。市场担心如果这些国家不能切实有效地增收节支, 不排除主权债务危机在全球范围内扩散的可能。因此, 目前主权债务危机仍是悬在全球投资者头上的一柄达摩克利斯之剑, 对金融市场信心仍造成较大的冲击。

二是短期内可能对欧元汇率和金融市场稳定产生负面影响。救助计划虽在短期内有利于增强市场信心，避免危机进一步升级和蔓延，但是，历史经验证明市场信心恢复将是一个长期过程。事实上，在5月10日7000亿欧元救助方案公布后，欧元一度出现了强劲反弹（收盘上涨0.35%），但5月11日升幅尽失（收盘下跌0.8%），股票和债券市场走势也出现了大幅波动，表明巨额救助方案并未能根本上消除投资者的担忧。短期内欧元汇率仍较承受较大下行压力，全球股市特别是欧洲股市的震荡仍较剧烈。尽管如此，我们认为目前危机尚在可控范围之内，随着债务危机救助措施的逐步落实，欧盟将加强对成员国的财政约束，以恢复投资者信心，欧元长期走弱的可能性不大，金融市场也将随着形势的逐步明朗而渐趋平稳。

三是可能会影响欧洲经济复苏的进程。欧盟委员会在其经济预测报告已将大幅攀升的财政赤字和政府债务视为欧盟经济复苏的主要威胁。一方面，希腊等欧洲高债务国家仍面临经济失衡和增长乏力的困境，为应对危机，巩固经济复苏势头，需要继续保持财政刺激力度；另一方面，实施巨额救助计划必将加重各国财政负担，给各国削减财政赤字和政府债务增加难度，且容易加剧中长期通胀风险，为满足贷款援助条件，需要采取严厉的紧缩财政措施，这又将在一定程度上拖累其经济复苏进程。

四是各种矛盾错综复杂，使欧洲债务危机解决的不确定性加大。此次债务危机也暴露了欧元区内一直隐藏的内部问题。第一，尽管欧元区实行统一的货币政策，但缺乏统一的财政机制，为解决债务危机增加了难度。同时，欧央行不是主权国家央行，不具有最后贷款人功能。第二，财政救助措施虽由欧盟统一决定，但救助计划细节仍有待进一步明确，且需各国相关部门批准，其程序烦琐，耗时较长、效率较低。此次欧盟虽然就援助方案初步达成一致，但对启用贷款的条件仍存在分歧。德国等在救助希腊问题上比较谨慎，主要是为了防止成员国的道德风险，尤其是担忧此次救助会给未来欧盟扩大后加入的新成员带来不良的示范效应，这加剧了投资者对债务危机前景的担忧。第三，欧盟和国际货币基金组织在救助同时要求希腊等国采取更加严厉的财政紧缩措施并实施结构性改革，在受援国内部遭遇强大阻力。

五是欧洲债务危机在全球严重扩散的可能性不大。欧盟解决此次债务危机的能力不存在问题，但各国面临国内政治压力，实施救助是一个不断讨价还价的过程。从危机的影响范围看，巴尔干周边的非欧元区国家由于经济规模较小且增长缓慢，受债务危机传染的可能性较大。但爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利等国的情况各有不同，既有传染的可能性，但又不可能是简单相同的传染。意大利的政府债务负担原本就很沉重，为控制财政赤字，在本次危机中财政刺激力度较小，债务水平保持相对稳定；西班牙债务负担相对较轻，受刺激政策影响，公共债务占GDP的比重明显上升，但仍低于欧元区平均水平；爱尔兰、葡萄牙等国为应对危机实施了财政刺激政策，公共债务占GDP的比重接近或超过欧洲平均水平，且经济总量较小，可能成为危险点。总体上看，希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙四国经济总量占欧元区的比重不到20%，并非欧元区的代表性国家，即使受到危机传染，其影响范围比较有

限。法德等欧元区轴心国和美英日等尽管债务占 GDP 的比重也偏高，但其经济总量大，金融市场流动性充足，财政与货币政策灵活性较大，应对危机的回旋余地较大。值得关注的是，欧洲市场约占中国出口总额的 20%，若债务危机导致欧洲经济增长放缓和欧元兑人民币汇率贬值，短期内可能影响中国的出口复苏，并增加外汇储备管理的难度。

#### 四、政策建议

一是加强对全球经济金融形势的监测、完善危机预警机制。欧洲主权债务危机表明，全球经济复苏的基础仍不稳固，金融市场动荡犹存。应加强对外部经济走势和金融市场变化的监测分析，制订应急预案，完善危机预警机制。

二是密切关注国际资本流向、防范投机资本冲击。随着欧洲主权债务危机的进一步蔓延，全球金融市场动荡再次加剧，国际资本寻求避险的趋势日益明显。由于亚洲经济体的复苏态势快于欧美地区，加上市场存在着对人民币的升值预期，可能使投机资本流入增多，增加我外汇管理的难度。因此，应密切关注国际资本流向，完善外汇管理，防范投机资本冲击。

三是加快国内金融改革，强化金融综合竞争力。应充分利用当前时机，积极推动各项金融改革，加快实施国际金融监管标准，提升国内金融体系的现代化水平、透明度与反周期能力，以增强我国金融体系应对外部冲击的能力，以最大限度维护我国利益，实现我国整体金融战略。

#### 参考文献：

- [1] 尚年，《欧洲债务危机中长期风险犹存》，新华网，2010年5月11日。
- [2] 中国人民银行国际司，《欧盟 7500 亿欧元救助计划：大而不倒？》，专题报告 2010 年第 24 期。
- [3] 于洪辉，《美国信用评级机构的“功与过”》，中国货币市场，2009年2月。

(责任编辑：方平) (校对：FY)