

欧洲主权债务危机及其对上海的影响

李敏晖

(上海市统计科学应用研究所, 上海 200003)

摘要: 2010年以来, 世界经济总体表现出持续稳步复苏态势。但随着希腊主权债务危机爆发及葡萄牙、西班牙等国财政不佳状况浮出水面, 希腊债务危机逐渐上升为欧洲债务危机, 引起全球金融市场动荡和货币汇率大幅波动。通过对欧洲主权债务危机的起因、发展及影响的具体分析, 认为其地域影响主要在欧洲, 对世界经济全局影响有限, 引发经济二次探底的可能性仍然不大。其对上海经济的影响体现在实体经济和资本市场两个方面, 其中对上海实体经济的影响主要是通过需求效应、汇率风险等渠道发生, 总体看对上海短期的直接影响有限, 但需关注长期的间接影响。

关键词: 主权债务危机; 影响

一、欧洲主权债务危机的起因及发展

在欧元区经济摆脱萎缩的2009年第三季度, 希腊政府财政赤字和公共债务却出现显著恶化。起因是因为希腊借助高盛的帮助, 通过从账目上消减财政赤字, 而非实际削减赤字的方法加入了欧元区, 这为当前的希腊主权债务危机埋下隐患。而为举办2004年雅典奥运会和在应对2009年金融危机过程中, 希腊财政支出不断扩张, 终于在2009年10月初, 希腊政府宣布2009年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到12.7%和113%, 远超欧盟《稳定与增长公约》规定的3%和60%的上限。鉴于希腊政府财政状况显著恶化, 2009年12月8日, 惠誉将希腊信贷评级由A-下调至BBB+, 前景展望为负面。2009年12月16日, 标准普尔将希腊的长期主权信用评级由A-下调为BBB+。2009年12月22日, 穆迪宣布将希腊主权评级从A1下调到A2, 评级展望为负面。

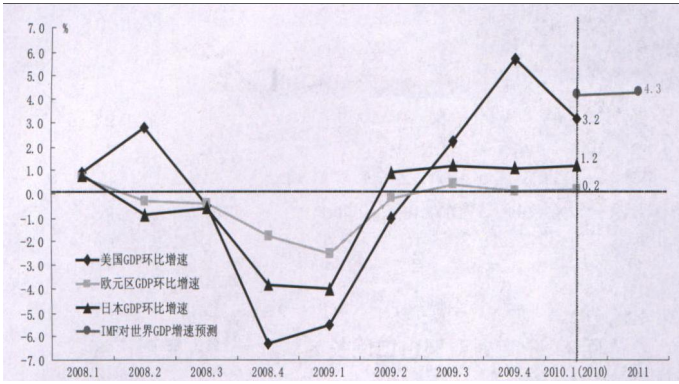
随着欧洲内部葡萄牙等国财政不佳状况浮出水面, 希腊债务危机逐渐上升为欧洲债务危机。2010年2月4日, 西班牙财政部指出, 西班牙2010年整体公共预算赤字恐将占GDP的9.8%。葡萄牙、意大利、爱尔兰等国的外债和财政状况与希腊大同小异(由于希腊、西班牙、葡萄牙、意大利、爱尔兰等国英文首字母可拼成PIIGS, 因此该五国也被称为“猪五国”)。英国政府负债高于爱尔兰和西班牙, 而且财政赤字与希腊相仿。西班牙、爱尔兰和英国的银行和金融系统在前两年的全球金融危机中受到重创, 尚未完全恢复元气。而债

务危机具有传染效应, 哪怕是较为稳健的如德国、法国也会被波及, 因为它们的银行大量持有希腊、葡萄牙、西班牙等高债务国的政府债券。2010年2月9日, 欧元空头寸已增至80亿美元, 创历史最高纪录。2010年2月10日, 巴克莱资本表示, 美国银行业在希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙的风险敞口(指未加保护的风险, 因债务人违约行为导致的可能承受风险的信贷余额)达1760亿美元, 欧洲债务危机的影响进一步扩大。

为防止主权债务危机影响的蔓延, 欧盟成员国和欧洲央行开始出台救助措施。5月10日, 欧盟成员国财政部长达成一项总额7500亿欧元的救助机制, 以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。根据这套机制, 如再有欧元区国家陷入债务危机, 将可以申请获得资金支持, 所附加的条件将参照国际货币基金组织的规定, 与希腊类似。欧洲央行同时还发布了两则消息: 一是将在二级市场购买欧元区政府债券; 二是将与美国、英国、加拿大和瑞士四国央行重启货币互换, 保障市场对短期美元资金的流动性需求。上述措施对应主权债务和保持流动性有积极作用。

二、欧洲主权债务危机对世界经济的影响

由于希腊主权债务危机不断扩散, 对欧洲经济复苏产生了影响。虽然在2009年第三季度欧元区经济出现正增长, 但正增长的幅度有限, 与美国和日本等发达经济体相比也有较大差距。2010年一季度, 欧元区国内生产总值环比增速仅为0.2%, 约比同期美国和日本低1.1和1个百分点(图1)。



注：2010.1 (2010) 表示三大经济体2010年第一季度经济增速和2010年世界经济增速 (IMF)，其中美国季度增速为环比折年率增长。

图1 世界及主要经济体经济增长速度

随着由希腊及其后主权债务危机引发的利空，年初以来不断上升的全球股市受到打击。特别是在进入5月以来，各主要市场股指出现较大下挫和剧烈波动。道琼斯工业指数由4月末的11200点左右，下滑至5月28日的10136点，下滑幅度约为10%；5月间股指振幅达12%。同期，德国DAX指数和日经NIKKEI 225指数，下滑幅度分别为9.7%和8.7%，振幅分别为10.3%和18.5% (图2)。

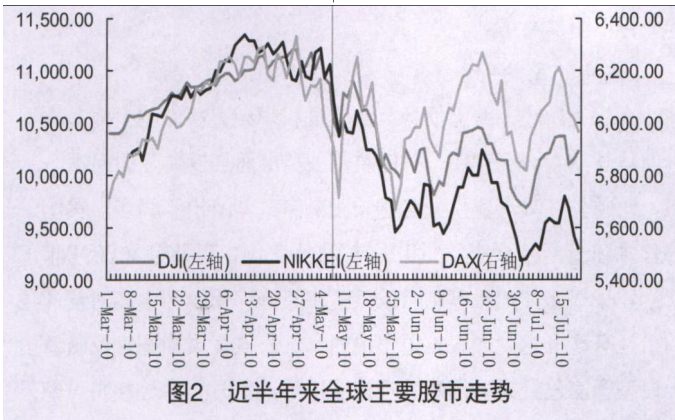


图2 近半年来全球主要股市走势

债务危机的持续还导致欧元的大幅贬值。自希腊政府宣布危机开始，欧元兑美元汇率由最高的1:1.51降为最低的1:1.22，半年中贬值幅度接近20%。

对希腊等问题国家而言，虽然到目前为止PIIGS的债务危机主要对各国的股票、货币等金融领域造成影响，尚未对实体经济产生显著影响。但为应对危机和获得欧盟救助，希腊政府开始了大规模的财政支出缩减计划。根据协议条款，希腊将把2010年预算赤字占国内生产总值的比例从2009年创纪录水平的13.6%削减至8.1%，并在2014年年底前将这一比例缩减至欧盟规定的3%之内。这意味着希腊需要通过减少开支和提高税收削减预算300亿欧元。由此，包括希腊在内的多国政府为减轻债务压力而努力削减财政支出，但削减财政将使欧盟经济刺激政策减少，提振经济受阻。而经济增长持续放缓，居民收入将减少，企业盈利也会缩减，进而影响到居民消费和企业投资，实体经济将会受到实际影响。希腊2010年一季度的经济增长环比为-0.8%，与去年四季度的环比增速相同，表明在欧

洲经济持续正增长三个季度后，希腊经济仍处于筑底时期。预计在削减赤字、收缩财政的过程中，希腊经济仍将处于持续萎缩中。PIIGS的其他五国如西班牙一季度经济增长环比仅为0.1%，在即将实行的150亿欧元一揽子财政紧缩政策下，经济增长的前景黯淡。

对欧盟而言，一方面，PIIGS五国的经济总量虽然约占欧盟的1/4，但占欧盟经济总量近36.7%的德国和法国经济处于持续复苏中 (表1)。特别由于欧元大幅贬值，以出口为主、占欧盟经济总量1/5的德国，经济增长可能因而受益。如3月份德国出口强劲增长，同比增长23%，环比增长10.7%，当月经常项目顺差扩大为172亿欧元。由于欧盟已经拨付200亿欧元救助希腊，缓解了希腊近期的资金需求；同时启动了7500亿欧元稳定机制，以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，防止希腊债务危机进一步蔓延。

表1 PIIGS及德法等国经济总量及在欧盟比重

	国内生产总值 (亿欧元)	增长 (%)	比重 (%)
欧盟27国	118121.45	-4.2	100.0
#德国	24044.00	-5.0	20.4
法国	19212.50	-2.2	16.3
意大利	15208.70	-5.0	12.9
西班牙	10511.51	-3.6	8.9
希腊	2375.07	-2.0	2.0
葡萄牙	1635.95	-2.7	1.4
爱尔兰	1635.43	-7.1	1.4

资料来源：欧盟统计局，<http://ec.europa.eu/eurostat>。

但另一方面，欧洲银行业短期借贷成本持续攀高，表明市场仍看空欧洲银行体系。伦敦同业拆借利率 (Libor) 3个月期利率突破0.5%，6月25日上升至0.5363%，创下2009年8月以来新高。尽管低于2008年金融危机剧烈时创下的4.81875%高点，但与3月0.25%水位相比，涨幅依然可观。银行借贷成本升高，将使抵押贷款、消费信贷及企业贷款的利率拉高。总体上看，PIIGS等国债务危机及欧元危机虽然影响市场对欧洲的信心和欧洲经济复苏的步伐，但对欧洲整体的影响尚处可控，欧洲再次陷入衰退的可能性不大。

而对整个世界而言，虽然伦敦同业拆借利率上扬，使市场对全球金融市场产生担忧。美国股市受欧洲债务和欧元危机影响已经出现下挫和动荡；美国自身希望扩大出口促进经济增长的努力也会受欧元大幅贬值的影响。但由于占全球经济18%左右的美国经济，其增长的主动动力仍在个人消费上，经济仍在稳步复苏中。而以中国为首的发展中国家经济增长较快，对世界经济增长提供强有力动力。欧洲地区虽然复苏较为乏力，但仍保持正增长。因此世界经济陷入二次探底的可能性不大。

三、欧洲主权债务危机对上海经济的影响

1. 短期影响

(1) 对实体经济的影响

欧洲主权债务危机对上海实体经济的影响主要是通过需求

研究与探索

效应、汇率风险等渠道发生。

需求效应可分为直接需求效应和间接需求效应。直接效应即由于危机减少了危机国家的进口需求。2010年1-4月,上海对外出口总额为524.31亿美元,对欧盟出口总额为127.7亿美元;其中对希腊出口2.31亿美元,仅占上海全部出口总额的0.4%,对欧盟出口总额的1.8%。加上西班牙、葡萄牙、爱尔兰和意大利四国,上海对PIIGS出口总额为19.1亿美元,占上海对欧盟出口的14.9%(表2)。从已有数据来看,只要德国、法国、英国这类欧盟经济大国不陷入危机,欧元区危机直接减少上海出口需求的效应不会太大。间接的需求减少效应表现在欧盟非危机国家,如德国、法国等。由于拨付巨额财政资金参加救援,其源自财政支出的国内需求相应减少。但只要这些国家自身不陷入危机,这种间接的需求减少就不会太多。比如2010年1-4月,上海至法国出口总额为24.62亿美元,同比增长97.7%。

表2 2010年1-4月上海对PIIGS(“猪五国”)进出口情况

	出口(亿美元)	增长(%)	进口(亿美元)	增长(%)
合计	524.31	27.0	567.65	59.5
# 欧盟(25国)	127.70	22.0	100.31	51.0
# 爱尔兰	0.69	4.3	1.73	-42.2
意大利	10.73	55.5	10.06	57.2
希腊	2.31	18.9	0.06	14.0
葡萄牙	0.79	45.2	0.40	-7.8
西班牙	4.58	18.6	2.41	43.4

资料来源:欧盟统计局, <http://ec.europa.eu/eurostat>。

汇率风险效应就地区层面而言,主要体现在出口受汇率波动的影响、欧盟因货币贬值出口竞争力增加对上海出口的影响上。

由于金融危机以来我国实际上采取了盯住美元的汇率,欧元相对于美元的大幅贬值,使欧元兑人民币也出现较大贬值。由近半年来欧元兑人民币汇率走势可见,5月欧元兑人民币平均汇率约为1:8.6160,欧元相对于人民币贬值幅度已超过15%。虽然1-4月上海对欧盟27国出口增速慢于上海出口平均增速,但在欧洲总体经济复苏情况下,1-4月上海对欧盟出口也出现了22.1%的快速增长,在一定程度上说明目前汇率波动效应对上海的影响有限(图3)。与此同时,欧元贬值将增强欧元区出口竞争力,使上海出口遭遇更多竞争。从欧盟的出口大国——德国的出口产品结构看,2009年前三大类出口产品分别为机械设备、汽车及汽车配件和化工产品,分别占德国出口总额的15.1%、14.9%和9.1%。上海机械设备出口也是主要的出口产品,占上海全部出口产品的38.1%,汽车及汽车配件(包括整套散件、专有引擎的汽车底盘和汽车零件)出口仅占1.5%。说明上海的出口产品结构与德国具有相似性。在上海优化出口结构和提升出口质量发展战略下,上海与欧洲产品在全球市场上的竞争会加剧,上海对欧洲的出口可能会遭遇到更多的贸易保护和贸易壁垒。



图3 上海对欧盟出口增长率与欧元兑人民币汇率

(2) 对资本市场的影响

中国股市早于欧美股市的下跌,主要源于调结构的影响,包括广义货币供应量增长持续降低、房地产市场调控力度加大以及融资再融资压力剧增等因素。但全球股市下跌的负面影响不可避免地会传导到中国A股市场,对A股市场下跌起到了间接影响。由于市场的避险情绪再度令投资资金转向美元资产,促使美元对欧元等主要货币汇率走强,导致黄金、油价、大宗商品价格出现大幅下挫,在一定程度上拖累了A股市场中相关行业股票价格的连续走低。同时外围市场的持续走低,也对A股反弹带来了压力。这从今年4、5、6月中国A股的持续走低上可以明显看出。

2. 长远影响

综上所述,欧洲债务及欧元危机短期直接影响上海有限,但从长期看,仍存在一些需要从战略层面加以关注的问题。

首先,其可能引起各国宏观刺激政策退出不同步。美国、日本随着经济增长稳健和增长动力优化,可能会在2010年下半年采取诸如加息等刺激政策退出措施,而欧洲为应对债务危机也可能推迟刺激政策退出的时间,一些发展中国家及资源出口型国家已经采取加息等措施。退出政策时机的分歧将可能导致世界经济在复苏过程中产生新的不平衡问题,各自为政的退出计划会在一定程度上抑制其他国家的经济复苏,并会加大汇率动荡、加剧全球资本流动以及影响国际贸易恢复。

其次,上海经济结构调整的压力和难度将进一步增大。中国在外环境复杂性进一步增强的背景下,宏观政策预期可能发生变化,政策可能微调。比如市场一直关注的人民币升值预期、通胀预期等变化对政策的影响,都会引起中国宏观环境变动。上海应关注国家宏观政策走向和波动,结合自身实际贯彻执行。另外,上海在自主调整动能结构、优化出口结构的同时,人民币兑欧元被动升值以及可能面临更多的贸易制裁和壁垒等不利影响,都为上海在转型的同时稳定经济增长提出了更大挑战。

再次,欧元贬值引起的欧元信任危机,对中国当前的人民币国际化存在利好。上海作为人民币贸易试点城市之一以及重要的出口地区和国际化大都市,如何利用欧元危机扩大人民币贸易结算的规模和范围,应是政府和企业当前需要解决的重要课题之一。

(责任编辑:周群艳)