

# 欧洲主权债务危机 爆发的原因、影响及启示

■ 陈西果

2009年4月,爱尔兰出现财政困难。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%,是欧盟允许的3%上限的3倍多,其主权债务危机就此浮出水面。11月9日,葡萄牙政府表示2009年财政赤字占GDP的比例从原来的5.9%上调到8%,也是远高于3%的上限,引起了国际社会的广泛关注。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;标准普尔和穆迪也随即宣布下调希腊主权评级。2010年1月11日,穆迪警告葡萄牙政府,若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信评级。之后,整个欧盟都受到了债务危机困扰,包括比利时这些外界认为较稳健的国家,及欧元区内经济实力较强的西班牙,都预报未来三年预算赤字居高不下,导致市场被悲观情绪笼罩,欧元大幅下跌,欧洲股市暴挫。欧洲主权债务危机的爆发固然有全球性金融危机冲击因素,但更重要的还是来自危机国家自身原因。

## 一、欧洲主权债务危机爆发的深层次原因

欧洲各国发生主权债务危机,从表面上看,是由于政府应对国际经济金融危机而频繁发债,造成财政入不敷出而爆发的“滚雪球”式财政危机,但仔细研究其形成机理,可以发现危机爆发在于诸多更

深层次的原因。

(一)对周期性较强产业的过度依赖导致国民经济在危机面前显得异常脆弱

此次欧洲各国希腊、西班牙、爱尔兰等国家过于依赖受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,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。各国为应对危机,提振经济,纷纷采取大规模的财政刺激措施,加上财政收入锐减,财政赤字和政府债务水平普遍大幅上扬。2009年,上述各国财政赤字占GDP的比重分别达到12.7%、11.4%、11.8%,葡萄牙达到9.3%,就连欧元区以外的英国,其财政赤字占GDP的比重也超过12%。目前,欧盟27国中已有20个国家赤字超标。三国公

共债务占国内生产总值的比例估计分别为 75.2%、63.7%和 59.5%，也均接近或大幅超过欧盟规定的 60% 的上限。这些国家的不良财政状况成为近期市场看空欧元的重要原因。据欧盟委员会估计，欧盟各国总体财政赤字 2009 年将达到 GDP 的 7.5%，公共债务将达到 GDP 的 79.2%。

(二) 畸形的收入分配制度积累了大量危机隐患

二战之后，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。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 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。而希腊人至今仍享有世界上最昂贵的养老金体系。退休工人享有退休前收入的 96%，养老福利即使在 OECD 的 30 个最富有国家里也是名列前茅。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。这种财政收入勉强维持与工资福利持续攀升形成非常明显的对比，畸形的收入分配制度给政府财政带来的压力愈来愈大，危机风险隐患不断积聚。

(三) 欧元单一货币制度的先天缺陷使其在危机应对上处于更加被动的地位

毋庸讳言，对欧元区各国来讲，单一货币制度有着降低成本、增加贸易便利性、促进区域经济一体化的优势。但这种单一货币制度也存在一些先天的缺陷。其一，欧元区各国在充分享受统一货币低成本的同时，也让渡甚至丧失了货币政策的独立性和主动权，因为欧元区国家实行统一的货币政策，

意味着不论穷国富国，财政状况和进出口形势如何，都将实施“一刀切”的货币政策，特别是秉承德国等国家“盯住通货膨胀”的单一货币政策，崇尚“无通货膨胀的经济增长”模式，这使得希腊等国享受到近十年的低廉借贷成本，维持了较高的经济增长，但同时也掩盖了其生产率低但劳动成本高等结构性问题。同时，单一货币政策与各国政府各自为政的财政政策必然出现无法避免的矛盾。在本轮全球经济金融危机爆发之际，为挽救本国经济，各国只有依靠财政赤字政策缓解危机，这在客观上助长了一些国家不负责任的财政赤字行为。其二，在单一货币制度和欧洲经济一体化背景下，一国主权债务危机往往会通过“传染”效应向其他国家扩散。事实上，从 2009 年 4 月爱尔兰危机开始，就引起国际市场的关注；到 10 月份希腊政府宣布巨额财政赤字后，市场更是被悲观情绪笼罩。各大评级机构纷纷下调希腊信用等级。而作为单一货币区，欧元区内任何成员出现问题，都有可能对整个欧元区产生溢出效应而波及其他国家，从而影响到欧元区的整体经济稳定。其三，在危机救助机制方面，欧盟现有法律框架下，欧洲中央银行不能对成员国进行救助，这在危机期间，难免加剧市场看空欧元和欧元区经济前景的冲动。而且，在欧元区内部，德国、法国等发达国家在救助希腊和本国利益之间艰难权衡，虽然希腊有向 IMF 寻求援助的想法，但遭欧盟反对，认为这将可能损害到欧元区信誉和欧元地位，因此危机救助面临“两难”选择。

(四) 国际市场投机在欧洲主权债务危机中起到推波助澜的作用

市场投机行为往往打着“创新”旗号，通过金融衍生品等渠道，牟取利益。2001 年希腊加入欧元区时，由于不符合《马斯特里赫特条约》规定的“公共赤字占 GDP 的比重不得突破 3%；公共债务占 GDP 的比例不能超过 60%”两个关键标准，美国著名投资银行高盛集团(Goldman Sachs)为希腊政府设计出一套“货币掉期交易”方式，为希腊政府掩饰了一笔高达 10 亿欧元的公共债务，从而使希腊在账面上符合了欧元区成员国的标准，但不会在希腊的公共负债率中表现出来，高盛因此收到希腊高达 3 亿欧元的佣金。然而，高盛深知希腊通过这种手段进入欧元区，其经济必然会有远虑，最终出现支付能力不足。高盛为防止自己的投资打水漂，便向德国一家银行购买了 20 年期的 10 亿欧元 CDS“信用违

约互换”保险,以便在债务出现支付问题时由承保方补足亏空。随着货币掉期交易到期,希腊的债务问题便暴露出来,随即欧元下跌、希腊评级降低、融资能力下降、成本剧增(借贷利率高出一般新兴国家两倍以上)。由于希腊金融状态恶化,对希腊支付能力承保的 CDS 价值翻番上涨,高盛公司从中再次牟利。市场人士透露,欧元区国家借助这一方法,使得国家公共负债率得以维持在《马斯特里赫特条约》规定的占 GDP 比例在 3% 以下水平的不仅是希腊,还有意大利、西班牙,甚至还包括德国。危机的发生与蔓延,国际市场投机行为的“推手”作用不容忽视。

## 二、欧洲主权债务危机给全球 经济金融带来较大冲击和风险

(一)恐慌情绪快速蔓延,欧洲乃至全球金融市场受到较大冲击

希腊等欧洲国家主权债务危机爆发后,市场恐慌情绪迅速蔓延。市场出于对希腊及欧元区主权债务的担忧,纷纷看空欧元,导致欧元对美元快速下跌,自 2009 年 11 月底的 1.51 一直下滑到 2010 年 3 月 19 日的 1.35 的心理关口,短短 3 个月时间里,欧元对美元已经跌去近 10%,甚至不排除有进一步下跌的可能。因此,有市场人士预言,近期欧元可能会跌至与美元“平价”,即 1 欧元兑 1 美元的水平。

没有参加欧元区的英国也未能独善其身,2009 年,英国财政赤字占国内生产总值的比例已超过 12.6%,与希腊相当。英国政府去年 12 月份把本财政年度计划发行的国债额度从之前的 2200 亿英镑上调至 2251 亿英镑。市场担心英国主权债务恶化,英镑也面临着巨大的贬值压力。国际信用评级机构穆迪投资服务公司暗示,英国主权信用评级有可能被下调。市场的悲观情绪令英镑自 2010 年以来持续跳水,跌势之惨烈为自 2008 年 10 月以来罕有,3 月 16 日一度跌至 1.4977 的新低,今年以来跌幅则达到 8%。

此外,由于“金融传染”机制的作用,国际其他金融市场也饱受拖累。特别是 2010 年 2 月初,葡萄牙政府称可能削弱缩减赤字的努力及西班牙披露未来三年预算赤字将高于预测,更是导致市场的不稳定,欧元遭到大肆抛售,引发欧洲股市暴跌,整个欧元区面临成立 11 年以来最严峻的考验。仅 2010 年 2 月 3~5 日三天时间里,欧洲三大指数三天累计

跌幅均超过 3%。其中,英国 FTSE100 指数大跌 3.5%,法国 CAC40 指数大跌 5.37%,德国 DAX30 指数大跌 3.99%;荷兰、俄罗斯三日累计下跌幅度也达 4.8%、5.48%。

(二)欧洲国家融资成本上升,或引发全球经济刺激措施推迟退出

欧洲主权债务危机的爆发,使国际社会出于对欧洲国家因日益高涨的财政赤字而产生债务违约风险的巨大担忧,对其政府的信誉和偿债能力的信任度锐减,纷纷减持相关国家的国债,或是买入信贷违约掉期合约(Credit Default Swaps,简称 CDS),以对冲债券违约风险。来自彭博资讯的数据显示,当前,保护 54 个主权国家政府债免受违约风险的 CDS 市场规模,比 2009 年 10 月份大幅增加了 14%。其中针对希腊的 CDS 上升了 5%,针对葡萄牙债务的 CDS 规模上升了 23%,针对西班牙的 CDS 上升了 16%。短短几个月内,购买了大量欧洲国家国债的机构和个人投资者纷纷利用 CDS 等衍生品来对冲违约风险。与此同时,对债务问题严重国家的担忧使得公司债的投资者也利用 CDS 等衍生品对冲违约风险。这导致希腊、葡萄牙等欧洲国家国债收益率大幅攀升,目前希腊国债利率已经高达 6.5%。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,让其缩减赤字的财政紧缩措施实施起来更加困难。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,希腊最大的银行阿尔法银行(Alpha Bank)最近公布的报告称,相比 2008 财年净利 5.121 亿欧元,2009 年净利下降 32%,报 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,银行在希腊的资产质量会面临较大压力。2009 年四季度,阿尔法银行劣质贷款比率上升了 50 个基点报 5.7%。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。更有甚者,当今

世界的经济全球化浪潮下,欧洲主权债务危机可能对全球投资者和决策者的信心带来打击,从而给刚刚复苏向好的世界经济发展蒙上一层阴影,或将引发全球经济刺激措施推迟退出。

(三)欧洲主权债务危机对我国直接影响有限,但仍须引起高度关注

总体上看,欧洲主权债务危机对我国直接影响十分有限。这主要基于以下几个方面判断:其一,由于我国对欧洲的出口主要集中在一些发达国家,希腊、西班牙、葡萄牙等并非主要的出口市场。其二,我国在欧洲特别是希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰等国的投资数额非常小。其三,此次出现债务危机的都是经济规模不大的国家,其经济总量占欧元区经济的比重还不到10%,而且在欧元区以外,最近主权债务发生问题的英国总体债务水平不是很高,国债总额约为8500亿英镑,约占GDP的60%,在主要西方国家中处于中等水平;英国债务具有可持续性,政府债券平均到期时间长达14年,目前还债压力不是很大,且信用度仍然较高,关键在于,英国不受统一欧洲政治体的约束,可以通过发展经济和增加税收来解决,也可以通过英国央行印制钞票来弥补债务缺口,因此不太可能引发全球经济“二次探底”。而且欧洲一些最大的银行在希腊、葡萄牙、西班牙等国都有不少投资和业务,如果债务危机升级,势必影响到这些投资,进而影响到欧元区乃至整个欧洲的稳定。同时,欧盟鉴于经济一体化“共生共荣”的角度考量,对于希腊等国的债务危机不太可能放手不管、任其自生自灭,必然会采取相应的救助措施。目前,希腊已经成功发行50亿欧元的国债,也在通过各种努力削减财政赤字;同时欧盟委员会也出台一套以向希腊提供双边贷款为基础的救助方案(虽然希腊将为获得贷款支付风险溢价)。

但是,由于欧盟为我国第一大贸易伙伴,我国相关部门也应该未雨绸缪,对欧洲主权债务危机予以密切注视。数字显示,2009年,我国对欧盟出口总值达2362亿美元,占比为19.66%。当前,由于欧洲主权债务危机的爆发,欧洲国家购买力受到一定影响,我国一些地区出口欧洲国家的企业开始受到影响。在风靡欧洲的主权债务危机面前,一些以欧洲国家为出口地的企业也不可避免受到一些影响。如从2008年开始,一直把欧洲作为出口第一大市场的浙江义乌就已经感受到冲击。2009年义乌出口欧

洲的商品总金额66507.19万美元,占全年出口总额31%,出口列前十位国家分别为美国、阿联酋、德国、西班牙、俄罗斯、英国、意大利、巴西、伊朗和印度,在义乌对欧盟国家的出口额排名中,西班牙仅次于德国,出口额达9280万美元。又如,欧洲主权债务危机爆发后,重庆市出口企业已经开始缩减出口订单,出口欧洲购买出口保险的企业呈直线上升态势。来自重庆市外经委的数据显示,2010年初以来,重庆市外贸进出口同比大幅增长。在这种大涨的趋势下,5大出口地区中,唯有对欧盟的出口量受到较大影响。由于欧盟国家债务危机未来的不确定性,特别是对发生危机的地区出口,很可能出现收不到款的情况,重庆已有企业开始缩减对欧出口订单。中国出口信用保险公司广东分公司的数据显示,按照2009年和2010年前两个月的情况来看,广东省出口欧洲企业的风险已明显加大,欧洲地区买方风险持续攀高,继2008年对欧洲买方的报损案件个数比2007年增长360%之后,2009年对欧洲买方的报损案件个数又比2008年增长了187%。同时,欧元的持续贬值,对于中欧贸易影响巨大。因为人民币随着美元汇率走,欧元对美元贬值,相当于在中欧贸易中人民币升值,对欧出口产品成本增加,在欧洲市场上的竞争力就会削弱,这些负面影响不容忽视。

### 三、欧洲主权债务危机对我国的几点启示

(一)财政收支和政府债务管理必须坚持审慎原则

从宏观经济全局来说,一国政府利用财政手段,逆对经济风向而作出的相机决策,能够发挥自动稳定器作用。也就是说,政府为阻止可能出现的经济衰退,在其年度预算中增加政府开支或减税措施,乃至实施一定的财政赤字政策。反之,为防止经济过热和通货膨胀而采取紧缩政府开支或增税的紧缩性财政措施。而政府公共债务占GDP的比重,是衡量一个国家是否存在宏观经济风险的重要因素。而弥补财政赤字的方式通常有通过中央银行增发货币和发行公债。希腊等欧洲国家的财政赤字和公共债务几乎是IMF安全底线和欧盟财政守则所规定水平的3~4倍,不论在发达国家还是新兴市场国家都是非常危险的,因而出现危机并不奇怪,我国必须引以为鉴。财政部消息,2009年财政赤字GDP占比低于3%,总债务占比不足20%,远低于国

际警戒线的60%；而2010年我国财政预算收支差额大体是10500亿元，财政赤字占GDP比例将控制在2.8%作用，政府债务控制在30%以内，总体可控。但是，在国际经济谨慎复苏、欧洲主权债务危机蔓延的背景下，必须未雨绸缪，继续坚持财政收支和债务管理的审慎原则，特别是加强地方政府债务管理，在经济刺激和宏观稳定上找准平衡点，稳步推进收入分配改革，同时切实把握好经济刺激政策退出的时间和力度。

## （二）加强和改善外汇储备多元化管理

外汇储备作为一国经济金融实力的标志，是弥补国际收支逆差、稳定本国汇率以及维护本国国际信誉的重要物质基础。2009年我国外汇储备余额近2.4万亿美元，同比增长23.28%。而在外汇储备的结构上，目前70%左右的是以美元计价的资产，其中美国政府国债因风险小，而占绝对比例。近年来，美国政府依据其美元世界货币地位，以中美巨额贸易顺差为借口，逼迫人民币升值，事实上是变相掠夺我国财富。为此，我国要在积极捍卫货币和汇率主权的同时，必须积极稳妥地实现外汇储备多元化战略。当前，我国在尝试推进外汇储备多币种的前提下，不妨考虑在欧元处于低位的时候，择机将外汇储备中的部分美元资产转换成欧元资产。这不仅是考虑当前欧元区债券收益率较高，更多的考虑是分散资产组合，化解长期储备资产风险，其前提和关键在于风险的科学评估和有效把控，如对于德国、法国等欧元区经济强国的国债优先考虑。同时，从国家战略的高度，循序渐进地利用一定的外汇储备投资黄金、国外股权资产，购买国外资源、专利权等，兼顾外汇储备的安全性、流动性和收益性，逐步实现外汇储备多元化和保值增值目标。

## （三）积极参与区域乃至国际货币事务

积极融入金融全球化的大家庭，是我国的不二选择。迈向全球化是一把“双刃剑”，既能充分享受到经济金融全球化带来的便利和益处，同时也面临着全球化带来的系列风险。为此，积极参与区域和全球货币事务，增强我国在国际经济社会的话语权和影响力至关重要。首先，要遵循渐进原则，稳步推进人民币国际化的进程。目前，我国已与越南、蒙古、朝鲜、俄罗斯、老挝、尼泊尔等国家签订了双边结算与合作协议，人民币在中国与东盟国家贸易中的结算量更是逐年稳步提高，成为与这些国家边贸结算中的主要货币。另外，在新加坡、马来西亚、泰

国、韩国等国家，人民币同本地货币和美元一样可以用于支付和结算。菲律宾已经将人民币纳入其官方储备货币。在我国香港和澳门地区的人民币业务（存款、兑换、汇款和银行卡清算）也稳步开展，人民币在一定程度上正在被周边国家和地区广泛接受和使用。在此基础上，可以积极主导亚洲货币合作，创建亚洲货币基金、亚洲货币单位和亚洲汇率机制，逐步提升人民币的影响力并使之成为区域内的主要货币，逐渐提升人民币在亚洲货币单位中的权重，待条件成熟时实现人民币亚洲化。同时，我国还可利用欧元信誉危机，积极推动与以欧元部分结算贸易的国家如伊朗、委内瑞拉等在双边贸易中使用本币结算，并继续扩大人民币同其他国家和地区的货币如日元、泰铢、新加坡元等的互换合作，以增加人民币的国际使用量和覆盖面。其次，要积极参与和推动金融监管的国际合作。此轮欧洲主权债务危机中，货币掉期交易、对冲基金等监管缺失的教训告诉我们，在全球范围内，建立一个行之有效的统一合作监管模式才可能抵御国际投机资本的负面冲击。应该在全球范围内建立《金融衍生品交易透明度条约》，实现金融衍生品交易合同的透明化。同时加快金融监管的国际合作进程，联合应对和加强国际对冲基金的监管，打击国际投机行为。

## （四）调整和优化出口结构

虽然由于我国对欧洲的出口主要集中在一些发达的大国，希腊、西班牙、葡萄牙等出口市场份额不大。但出口企业应当做好应急准备，未雨绸缪，把受害程度减到最小。首先，出口企业要密切关注进口国的经济状况和社会稳定情况，如果出现局势恶化，在签订出口订单时就要采取更加谨慎态度，可以考虑在欧洲以外的其他地区开辟出口市场。其次，出口企业要灵活运用即期结算、货币多样化结算、套期保值、远期结售汇、出口信用保险等金融工具，将汇率波动和国外进口商信用下降导致的风险降到最低。再次，出口企业要习惯在危机中生存和发展，就是要通过自主创新、兼并重组等手段进行企业战略调整，练好内功，不断提升在国际市场的核心竞争力，建立并保持自身在国际市场独特的持续竞争优势，这才是积极应对一切危机的根本所在。

【作者单位】中国人民银行连云港市中心支行

【责任编辑】李颖