

欧洲主权债务危机的根源、影响与启示

王 辉

2009年10月,希腊政府突然宣布,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,全球三大信用评级机构惠誉、标准普尔和穆迪相继调低希腊主权信用评级,希腊主权债务危机爆发。随后,西班牙、意大利、葡萄牙、爱尔兰等国家的债务状况恶化,进入2010年后,欧洲主权债务危机又有愈演愈烈之势。德国和欧盟是否会出手援助希腊,还是让希腊在退出欧元区的道路上渐行渐远,目前仍扑朔迷离。欧元区是否会分崩离析,欧元作为一种国际储备货币的命运何去何从,欧元对主要货币汇率走势如何变动,目前已经成为国际金融市场上最为关注的问题。

一、欧洲主权债务危机的演变

欧洲主权债务危机首先发端于北欧小国冰岛的“外向型”债务危机。2008年10月,受美国金融海啸的冲击,在全球过度扩张的冰岛金融业(资产规模为GDP的9倍多)陷入困境。冰岛三大银行资不抵债,被政府接管,银行的债务升级为主权债务,冰岛濒临“破产”。根据美联社的数据,当时冰岛外债规模高达800亿美元,为其GDP的300%左右,人均负债1.8万美元。从技术上来讲,冰岛已经破产。冰岛为了应对危机,采取了较为严厉的紧缩政策,被迫放弃固定汇率制度,至2008年11月底冰岛克朗兑欧元大幅贬值超过70%。2009年,冰岛陷入严重衰退,GDP预计同比下降超过8%,其后,IMF主导了对冰岛的救援,冰岛债务危机暂告一个段落。但是,2010年初,冰岛总统否决了存款赔偿法案,其长期主

权信用评级被降低至“垃圾级”,冰岛危机再度浮出水面。

欧洲主权债务危机的第二个阶段就是中东欧国家的“外来型”债务问题。由于转轨改革的需要,东欧国家的负债水平一直比较高,在金融危机的冲击下,政府财政赤字进一步扩大。2009年初,国际评级机构穆迪调低了乌克兰的评级,并且认为东欧的形势在不断恶化,这触发了中东欧国家的债务问题。IMF警告,中东欧经济规模远超过冰岛,其债务问题存在引发金融危机“第二波”的风险。2000年后,绝大多数中东欧国家的商业银行被以西欧银行为主的外资控制,2008年底外资所占比例达54%—97%。据摩根士丹利的估计,中东欧拥有约1.7万亿美元的外汇债务,而且2/3的贷款为外币贷款。但是,随着金融危机的逐步见底,西欧强国对其在东欧资产救助的开展,国际货币基金组织、世界银行以及欧盟等提供的支持,中东欧债务问题没有引发新的系统性金融动荡,并在2009年实现了初步复苏。

欧洲主权债务危机的第三个阶段是西欧所谓的PIIGS国家(猪仔五国,即葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙)的“传统型”债务问题。2009年5月希腊就遇到了债务问题,欧盟强力声援后,局势得到一定的缓解。但半年后希腊财政赤字并未改善,其财政赤字占GDP的比例升至12.7%,公共债务占GDP的比例高达113%,国际评级机构惠誉将其主权信用评级调低。希腊问题一发不可收,尤其是“普遍性”的言论一出,市场开始质疑西班牙、葡萄牙,甚至意大利等国家。与冰岛和中东欧不同的是,希腊的债务问题是传统的收支结构问题。

传统型债务问题在欧洲具有长期性和

普遍性。按照欧盟“稳定与增长公约”的规定,欧盟成员国的公共债务占GDP的比例不得超过60%,财政赤字占GDP的比例不得超过3%(ECB,2009)。但是,金融危机爆发之后,欧盟国家普遍超过了这两个警戒线。欧盟各国财政赤字占GDP的比例均值从2008年底不足3%飙升至7%,公共债务占GDP的比例从65%提升至85%。意大利到2010年财政赤字占GDP的比例达到5.3%,其公共债务占GDP的比例达到116.7%;欧盟财政最为稳健的德国预计2009年财政赤字占GDP的比例将为3.2%,公共债务占GDP的比例为76.5%(见表1)。

欧洲主权债务危机从点到面、从局部到整体不断深化与升级,已经成为全球极为关注的重大问题。美国2010财年财政赤字预计为1.565万亿美元,占国内生产总值的10.6%,创下二战以来最高水平。市场开始怀疑日本、美国的主权债务问题,尤其是评级机构穆迪认为美国国债AAA评级“面临压力”。这样,主权债务问题就逐步升级了,从个别国家问题演化为“欧洲”问题,再升级为“全球”问题。2010年达沃斯世界经济论坛指出,如果主权国家的债务问题无法得到恰当的解决,将很有可能引发下一次重大危机。

二、欧洲主权债务危机的根源

在应对大萧条以来最为严重的金融危机中,全球主要经济体纷纷采取扩张性财政政策,财政赤字水平提高是一个必然趋势。但是,欧洲债务问题的普遍性和严重性均超出其他地区,其根源值得思考。

首先,全球金融危机是欧洲债务问题的外部诱因。一方面,金融危机直接重创冰

*本研究得到中央财经大学“211工程”三期重点学科建设项目“现代金融学科体系的创新与发展”资助。

表 1 各国政府债务风险的比较

国家	2010年财政赤字占 GDP 的百分比	2010年债务占 GDP 的百分比	外债占债务的百分比	短期债务*占 GDP 的百分比	2010年经常账户余额占 GDP 的百分比
希腊	-12.2	124.9	77.5	20.8	-10.0
葡萄牙	-8.0	84.6	73.8	22.6	-9.9
爱尔兰	-14.7	82.6	57.2	47.3	-1.7
意大利	-5.3	116.7	49.0	5.7	-2.5
西班牙	-10.1	66.3	37.0	5.8	-6.0
英国	-12.9	80.3	22.1	3.3	-2.0
美国	-12.5	93.6	26.4	8.3	-2.6

注:*包括货币当局 1 年期或低于 1 年期的债务。

资料来源:欧盟、世界银行和 IMF 的数据库。

表 2 希腊自 20 世纪 80 年代以来的宏观经济表现

年度平均	20 世纪 80 年代	20 世纪 90 年代	21 世纪初
GDP 的实际增长率(%)	0.8	1.9	3.6
政府收支(占 GDP 的百分比)	-8.1	-8.5	-4.9
经常账户收支(占 GDP 的百分比)	-3.9	-2.5	-9.1
年度通货膨胀率(%)	19.5	11.0	3.4
汇率*(与美元汇率的变动,%)	-281	-93	+35

注:*10 年期的变动百分比,负数表示贬值。

资料来源:IMF 的数据库。

岛和中东欧国家的资产负债表。冰岛资不抵债,中东欧国家外债压力巨大,都源自其资产的严重缩水。而中东欧国家的债务危机在一定程度上也导致了西欧国家的债务危机。多年来,东西欧国家之间一直存在着极强的债务链关系。20 世纪 90 年代,德法等西欧国家人口结构老龄化,实体经济进入后工业化阶段,资产报酬率降低,在社会结构和资本需求上,与东欧国家资源丰富、劳动力丰富且价格低廉但资本短缺形成了互补。具有高报酬率的东欧新兴市场成为日具吸引力的投资洼地,资本高回报率为进入后工业化的西欧国家提供了持续发展的内在动力,西欧的资本也极大地推动了东欧经济的繁荣。但是,金融危机的爆发彻底打破了东欧与西欧的经济关系,资产大幅缩水的西欧银行纷纷收紧银根,对包括东欧在内的信贷骤然减少。而中东欧债务危机的爆发则使西欧国家经济越来越难以复苏并且难以承担债务。另一方面,各个国家为了应对金融危机,扩大财政支出是必

然的选择,然而这在欧洲造成了重大的财政问题。希腊、爱尔兰等国家的财政赤字占 GDP 的比例超过 10%,西班牙、葡萄牙超过 9%,欧盟 27 国平均财政赤字占 GDP 的比例为 7%左右,已经远远超过《稳定与增长公约》3%的约束(Biggs,M.等,2010)。此外,更为值得注意的是,希腊和东欧国家的债务问题是一个长期的问题。希腊在 20 世纪末以来财政状况一直处于较差的状态(见表 2)。为了能加入欧元区,希腊提供了虚假的财政数据,1998 年财政赤字占 GDP 的比例为 4.1%,而报告仅为 2.5%;1999 年赤字占 GDP 的比例是 3.4%,而报告仅为 1.8%。在希腊加入欧元区之后不久,希腊政府就私下与高盛签订了一系列货币互换协议,以帮助希腊掩盖日益增长的财政赤字问题。直到最近危机的爆发,希腊政府与高盛当年签订的协议才成为关注的焦点。

其次,尽管全球金融危机是欧洲主权债务危机的触发因素,但是在欧洲主权债务危机背后,还隐藏着更深层次的内因

素。西欧所谓的 PIIGS 国家的经济发展长期萎靡,失业率高企、财政赤字过高、政府债台高筑。葡萄牙的经济增长在 20 世纪 90 年代高于欧盟的平均水平,但在本世纪的前 10 年迅速回落,并在 2009 年收缩了 3.3%,其人均 GDP 只有欧盟平均的 2/3。葡萄牙落后的教育系统制约着其生产率的提高和经济的发展,并在近年来受到低成本的中欧和亚洲国家生产商的冲击。爱尔兰的经济在 1995—2007 年期间增长迅速,但在过去的两年陷入衰退。与其他的欧洲国家相比,爱尔兰的房地产市场有较大的泡沫并受金融危机的冲击较大,2008 年政府曾出面担保所有的银行储蓄并为银行系统注资。意大利经济近年来发展缓慢,并为高失业率、高税收所困扰。希腊公共事业占 GDP 的 40%,其人均 GDP 只有欧盟发达国家的 2/3。2004 年举办奥运会以及为了稳定国家信贷系统导致政府大规模增加支出造成赤字高企,而经济危机造成的政府收入下降又使得情况更加严重。西班牙的经济在高于欧盟平均值之上增长十多年之后陷入了严重的衰退之中。西班牙的银行系统在金融危机中所受到的冲击较小,这要得益于西班牙央行的谨慎态度;但西班牙的失业率在过去的一年里大幅上升,其财政赤字也远远超出欧盟所允许的上限(Vanessa Rossi 等,2010)。

最后,欧洲债务问题还有欧洲自身的特色因素,即欧元区财政政策与货币政策的“二元结构矛盾”——在欧元区内部实行统一的货币政策,而各成员国实行自主的财政政策。在货币联盟条件下,各成员国一直以来都有一种内在的财政赤字扩大的倾向。因为成员国财政赤字的加大可以刺激本国经济的增长,增加就业。这既有利于政府征得民众意愿,同时又可以把通货膨胀的责任归于欧洲央行,从而使财政赤字的扩大对各国更具有诱惑力。虽然《稳定与增长公约》对成员国的财政赤字做出不得超过其国内生产总值 3%的限制,并规定如果每超过这一标准的一个百分点,就要向欧洲中央银行缴纳相当于该国国内生产总值 0.25%的无息“稳定存款”,如果两年内财政赤字仍不达标,则将存款变为罚款(ECB,2009)。可一旦成员国的财政赤字超

过了“可维持”的限度,就会使联盟内利率上升。而且,财政政策的溢出效应会使一些国家将财政赤字的代价转移到其他国家,当负面溢出效应波及到整个欧元区时,有可能引发各国之间的赤字大战,导致一些国家不堪重负退出欧元区。因此,在统一货币政策的前提下,由于财政政策扩张有很大的溢出效应,成员国财政政策的独立性从长期来看有无效趋势。

三、欧洲主权债务危机的影响

欧洲主权债务危机是美国金融危机深化和欧洲内部失衡的结果,引发全球性金融危机的可能性较小。一是欧盟应对金融危机和财政问题的经验和能力不断提高,德国、法国等财政状况相对较好,欧盟仍有较为充足的资源和能力应对债务问题。二是意大利、西班牙、葡萄牙等大国已经出台应对政策加以控制。三是国际社会和国际机构时刻警惕欧洲债务问题的进展,IMF甚至做出了一定的应对安排。尽管欧洲主权债务危机暂时得以缓解,演化为债务危机的可能性也不大,但是存在继续深化的风险,将深刻影响金融市场、经济复苏和欧盟发展,给国际经济格局带来重大不确定性。

第一,相关经济体面临政策两难,全球经济复苏步伐将放缓。倘若大幅降低公共支出,对经济复苏和就业极为不利;如果容忍财政赤字,债务问题短期内则难以解决。一方面,全球经济复苏基础不牢固,各个经济体的增长趋势刚刚确立,还需要持续的经济刺激政策来维系经济增长和就业。另一方面,由于财政赤字问题日益严峻,债务负担大幅增加,如果持续扩大财政支出,债务问题将更加严重,极大地影响各个经济体的信用和融资。主要经济体政府必须在政策刺激与债务安全之间取得平衡,经济复苏将是一个长期而曲折的过程,全球复苏的步伐可能放缓。

第二,金融市场动荡加剧,资本流动更加扑朔迷离。一方面,债务问题将影响市场预期进而放大市场波动幅度,股票市场的波动性将扩大,主要货币的汇率波动将加大,大宗商品和原油价格将更加不确定。另

一方面,国际资本流动将更加紊乱。国际资本频繁在发达经济体和新兴经济体之间来回流动,导致了全球资本流动的无序性,加剧了全球市场的波动,新兴市场受到的影响将更大。迪拜房地产泡沫的破灭就是国际资本流动一波三折的结果。

第三,欧洲主权债务危机将考验欧元区体系的稳定性和未来发展战略。欧盟作为最大的经济贸易联合体,统一货币的好处很多,但是,缺乏有效的预警机制和退出机制,欧元区的货币政策难以与各国的财政政策有效协调。欧元区各国的经济情况差异较大,统一的货币政策也未必是各国最好的选择。金融危机和经济衰退对欧元区各国的影响程度不同,市场V型反弹以来,各国的恢复程度也不同。如果欧洲债务问题进一步恶化,由于希腊等国国内工会力量强大,制约了实施较为严厉的紧缩政策和结构调整的可能性,很有可能迫使欧盟中的大国,主要是德国出面救援,但德国是否有足够的意愿提供救援,目前尚不明朗。因此,这次危机爆发之后,市场更有理由认为这种地区的差异是单一货币体系解决不了的。欧盟今后的改革与发展,将对国际政治经济格局的演变带来深远的影响。

四、欧洲主权债务危机对中国的 影响及启示

正如美国次贷危机给中国经济造成了严重影响一样,欧洲主权债务危机同样也给中国带来了一定冲击。由于中国远离欧洲主权债务危机现场,直接受到较大影响的可能性不大,但是,我们应做好充分准备,前瞻性地应对该危机可能给中国经济造成的负面冲击。

第一,债务危机的爆发使得欧元区经济增长前景变得更加黯淡,为寻找新的经济增长点,欧元区政府可能会把重点转移至对外贸易领域。这意味着作为欧元区最重要的净出口国,中国无疑会成为欧元区国家实施贸易保护主义的对象。我们应该积极制定相关的政策措施,防止欧洲主权债务问题带来的出口萎缩以及经济增长放缓等间接风险。

第二,由于目前市场上存在着显著的

人民币升值预期,且中美利差短期内难以改变,因此,欧洲主权信用危机的爆发则可能导致更大规模的短期国际资本流入中国,进一步加大了中国国内的冲销压力,从而加剧了流动性过剩与资产价格泡沫。而欧洲主权信用危机的爆发也说明审慎的宏观经济政策是保持宏观经济稳定的基础,脱离实际的大规模投资和极度宽松的政策基础将隐藏巨大风险。因此,对于中国来讲,面对大规模的国际资本流动,中国更应该根据自身国情制定经济刺激方案和相应的退出策略,防止政策的脉冲性调整,防止产能过度扩张、财政赤字过度膨胀以及货币政策过度宽松。

第三,次贷危机的爆发使美国政府采取了史无前例的扩张性财政货币政策,导致美元中长期内贬值的可能性加大。因而,中国外汇资产多元化的方向就是增持更多的欧元资产。但是随着欧洲主权债务危机的爆发,欧元对日元与美元已经显著贬值,并有可能进一步贬值。这无疑加大了中国外汇储备多元化的难度。此外,欧洲主权债务危机的爆发进一步强化了美元在国际货币体系中的地位,从而增加了人民币国际化的阻力和难度。

第四,全面审视中国的主权债务问题,引以为戒。虽然中国的国家债务和财政赤字都远低于国际公认的风险临界点,2009年财政赤字GDP占比低于3%,总债务占比低于20%,远低于国际警戒线,但是,金融危机爆发以来我国地方政府债务迅速扩张,隐藏了不少问题,应该引起高度警觉。由于地方政府收入来源有限且不稳定,在医疗和教育方面又要加大开支,地方政府的财政赤字压力持续扩大,有关研究估计地方债务总额相当于GDP的16.5%。如果地方政府不能有效化解这些债务,也会带来某种规模的债务危机,影响市场信心进而影响经济安全。更为重要的是,地方政府债务的无序扩张,一旦出现违约风险,将会对经济实体的复苏和经济社会协调发展产生间接但是巨大的影响。

参考文献(略)

作者单位:中央财经大学金融学院
(责任编辑 纪燕渠)