

虽然解决欧洲债务危机面临诸多障碍,但是笔者认为欧洲债务危机不可能像美国次贷危机一样,引爆全球性金融危机,引发世界经济的“二次探底”

欧洲主权债务危机面临的困境与启示

尹振涛

如果说2008年爆发的冰岛债务危机尚属冰山一角,并未引起欧洲担心的话,那么2009年底爆发的希腊债务危机却给整个欧洲“当头一棒”。2009年10月初,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,希腊债务危机正式拉开序幕。随着主权信用评级被降低,希腊政府的借贷成本大幅提高。除希腊外,目前处于欧洲债务负担重灾区的葡萄牙、西班牙等国的财政状况也引起投资者关注,意大利、比利时等国的主权信用也受到投资者广泛猜疑。可以预计,欧洲债务危机,不仅将影响欧元区经济,而且会对世界经济复苏前景造成冲击。

解决欧洲债务危机阻碍重重

债务国将面临内外交迫的两难境地

第一,无法从根本上解决自身经济发展问题,不能根除财政赤字过大的桎梏。希腊债务危机爆发的根本原因在于希腊单一的经济结构、缺乏国际竞争力的制造业和过高的劳动力薪酬体系。欧洲其他几个具有潜在债务危机威胁的国家也存在类似的经济结构方面的弊病。在经济发展不景气、私人投资不旺的情况下,政府投资成为拉动经济的杀手锏,而这样做的结果必然导致财政赤字极度膨胀。

第二,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。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。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。同时,按照李嘉图等价定理,政府当期举债等同于未来征税,而当政府债务出现现期的违约风险时,从源头上说,提高当期的税收成为最直接的手段。从先期爆发的爱尔兰债务危机的处置过程看,主要就是采纳了这一理念。由于希腊等国无

法通过汇率及货币政策来以减轻债务负担,要想继续保留欧元区成员国的身份,只能依靠通过增加税收、消减财政支出等强制措施重新赢得市场信心。

第三,自我救赎的过程中必须面对政治压力和社会动荡。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。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,减少社会动荡的风险。

欧盟必须面对极其艰难的抉择

第一,经济刺激政策面临“退与不退”的抉择。希腊债务危机的爆发,打乱了欧洲央行和各国政府经济刺激政策的“退出”时间表,决策者们面临着坚决退出还是再次救市的艰难选择。从目前的事态发展看,英国央行和欧洲央行都维持了目前的基准利率不变,在债务危机的阴影下,欧洲显然没有立即收紧货币政策的能力。



第二，解决债务危机面临“救与不救”的抉择。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。面对这么多可能出现债务危机的成员国，欧盟如果选择救助，必将面临巨大的资金压力以及道德风险。如果选择撒手不管，成员国自身可能无法解决危机。一旦它们选择“破产”或者单方面退出欧元区，势必会使欧盟多年来的努力付诸东流。

第三，面对IMF的橄榄枝面临“接与不接”的抉择。希腊债务危机爆发之初，IMF就以积极的态度向希腊及欧盟伸出援手。针对IMF的救助问题，欧盟内部存在两种声音。以英国和瑞典为代表的非欧元区国家主张欧盟向IMF求援，由IMF负责制定救援方案；而以德国和法国为代表的欧元区国家大多数主张通过欧盟内部解决希腊危机，不希望国际金融组织染指欧洲事务，更不希望由美国主导的国际金融组织拨款相助。

第四，已有的制度面临“改与不改”的抉择。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目前欧盟救助希腊的法律障碍。因此，如果欧盟选择救助希腊的话，就必须面对修改条约的要求。不过，2009年刚刚生效的欧盟新条约《里斯本条约》规定，一旦欧元区和欧盟成员国在遇到金融与经济危机时，欧盟必须采取措施予以援救。根据后法优于先法的原则，《里斯本条约》规定的互帮原则能够为救助希腊扫清法律上的障碍。

前景预测

虽然解决欧洲债务危机面临诸多障碍，但是笔者认为欧洲债务危机不可能像美国次贷危机一样，引爆全球性金融危机，引发世界经济的“二次探底”，原因有三：其一，希腊涉及的违约债务相比欧盟经济体而言规模较小，欧盟完全有能力依靠内部的力量予以消化；其二，与次贷危机不同，欧洲债务危机仅属于简单的债务问题，没有很多高杠杆化的发散金融风险渠道；其三，从上世纪70年代以来，全球已经积累了一些比较成熟的经验来解决主权债务危机。

3月25日，欧元区16国首脑通过了希腊救助方案。根据该方案，在希腊不能以可接受的利率在国际金融市场上举债的情况下，欧元区国家和IMF将联合向希腊提供贷款，并以欧元区国家为主。当然，在救助过程中，欧盟会在救助成本和收益之间选择一个恰当平衡点：既有利于消除希腊的财政赤字，维持欧元区的稳定，又要防范可能出现的道德风险，促使成员国今后严格遵守财政约束。

几点启示

第一，不能完全走政府主导的投资拉动型经济发展模式。希腊经济基础薄弱，加入欧元区后又面临了更大的生存压力，在私人投资不旺的情况下，政府投资成为推动经济发展的主力。借助筹备2004年雅典奥运会的东风，希腊大量举借国内外资金，投向基础设施建设。当长期投资与短期借款的期限匹配出现问题时，债务危机的爆发在所难免。在拉动经济的三驾马车中，投资也一直是我国政府促进经济发展的重要手段，特别是在本轮全球性金融危机爆发后，在进出口大幅萎缩的情况下，增加固定资产投资成为推动经济增长的主要动力。因此，如何降低经济发展对投资和出口的依赖，提高最终消费对经济增长的贡献度，是中国经济均衡发展关键。

第二，不能忽视房地产市场波动带来的系统性风险。与美国次贷危机、迪拜债务危机以及爱尔兰危机一样，希腊债务危机也蕴含着房地产泡沫问题。近年来，中国部分地方政府也把房地产业作为支柱产业和财政收入的主要来源，不断刺激吹大房地产泡沫。由于房地产市场与整个金融体系关系紧密，所以必须谨防房价大起大落，抑制房价过快增长。

第三，不能高估地方政府的债务承受能力。欧洲债务危机的根本原因就是政府的债务负担超过了自身的承受范围，从而引发违约风险。从统计数字来看，2009年我国财政赤字与GDP之比低于3%，与总债务之比低于20%（远低于国际警戒线的60%），审慎性优于发达国家，短期不存在爆发主权债务危机的可能。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，应该引起高度重视。据估算，目前我国地方投融资平台负债超过6万亿元，其中地方债务总余额在4万亿元以上，约相当于GDP的16.5%、财政收入的80.2%、地方财政收入的174.6%。这些借贷资金大部分被使用在自偿能力比较低的基础设施和其他公共建设项目上，给地方留下了隐性赤字和债务负担，形成巨大的财政结构性风险。同时，这些资金中80%以上都来自于银行体系，一旦地方政府债务风险积聚，势必会对银行产生重大的冲击。

第四，不能草率建立或加入亚洲共同货币区。欧元区分散财政政策与统一货币政策之间的矛盾和弊端，在几个不同版本的亚洲区域货币一体化方案中也同样存在，甚至更严重。这些方案都谋求区域货币所带来的一系列货币、金融开放政策，但同时也都强调各国财政政策自主。在这种情况下，一旦实施货币一体化而缺乏相应的财政政策协调，当类似希腊危机的事件发生时，亚洲各国将面临同样的压力和威胁。从目前的情况看，建立“亚元”货币体系的时机还未成熟，各项制度规则都有待进一步探讨和完善。

作者单位：中国社会科学院金融研究所

（责任编辑 张林）