

# 欧洲主权债务危机分析与展望

汤柳(《银行家》2010年第8期)

## 一、欧洲主权债务危机的演变历程

1998年,德国、法国等11个国家率先实现马约规定的四个标准,成为欧元区的首批成员。对于发展落后、货币信用较低的南欧国家而言,加入欧元区意味可以利用德法等强国的经济担保,获得较低的融资利率和更多的发展机遇。因此,不在“首发”阵容的希腊通过高盛量身定做一套“货币掉期交易”方式,通过隐藏公共债务的方法降低公共债务比率。2001年,希腊顺利达标并加入欧元区。然而,欠债还钱的信用法则要求希腊必须实现持续的增长和严格控制债务增速,否则将面临无法按期偿还和债务链断裂的局面。自此,希腊的债务问题便埋下了“危险”的种子。

在金融危机前后,欧元区债务危机问题开始显露。在欧元债券的发行方面,自欧元启动以来,欧元债券净发行额一度超过美国,国际债券未清偿额中欧元份额一度接近美元所占份额,但在2005年之后,相对于美元,人们对欧元债券的需求似乎达到了瓶颈状态,欧元债券的发行增长明显落后于美元。在欧元政府债券的一体化方面,2008年9月以来,欧元区政府债券的利差开始扩大,欧元政府债券的一体化程度有所“倒退”,希腊等国的财政融资问题开始暴露。

2009年10月,长期累积的欧洲财政风险在全球金融危机的“催化”下终于爆发了。金融危机使全球经济转入萧条,市场风险使融资成本增加,希腊债务链无法延续。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%,明确表示资不抵债的国家财政陷入等待救援的境地。2009年12月标普、穆迪和惠誉分别下调希腊主权信贷评级。欧元汇率在希腊危机的重锤下应声而落,结束了自2009年3月以来的上升趋势。欧元名义有效汇率的从2009年11月的111.8跌至2010年4月99.71,跌幅深达10%。

在希腊危机之后,西班牙、葡萄牙和比利时等国的公共债务问题陆续引起关注。如果投资者对希腊问题还心存侥幸的话,2009年4月三大国际信用评级机构对欧元区PIIGS五国(葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙)的信用下调则让整个市场极度恐慌。2010年5

月 4 日 欧美股市全线大跌。葡萄牙、西班牙、意大利与爱尔兰的债券价格重挫，CDS 价格暴涨。大规模抛售欧洲债券很快使欧洲货币市场陷入流动性不足，资金纷纷出逃欧洲。希腊是将成为雷曼第二的恐慌情绪令原本脆弱的金融市场陷入混乱。

## 二、欧洲债务危机的救援措施

### 1. 欧洲央行的流动性供给

为了缓解债务危机流动性紧张问题，欧洲央行主要通过购买国债和取消抵押品信贷评级等方式向市场注入流动性，以防止危机进一步发展。截至 5 月 28 日，欧洲央行已购买近 400 亿欧元的欧元区债券。此外，鉴于各银行机构在欧洲债券（特别是希腊债券）上的风险敞口，欧洲央行于 5 月 3 日决定，暂时取消用于欧洲央行和其他银行间流动性操作的那些债券在抵押品资格要求方面的最低信贷评级门槛。

### 2. 7500 亿欧元的联合救助

2010 年 5 月 10 日，欧盟各国与 IMF 在历经数月的谈判与协调之后终于出台了救助方案。在要求希腊提交 GDP10% 的财政缩减计划的前提下，欧盟以及各成员国通过 7500 亿欧元的债务救助计划。其中 IMF 将提供 2500 亿欧元；欧元区政府成立一个为期 3 年的欧洲金融稳定机制，以贷款便利的形式向成员国提供 600 亿欧元的救助；其余 4400 亿欧元将由各成员国通过双边贷款的形式实现救助。

### 3. 欧盟未来措施

此外，欧盟表示在今年 10 月推出一份“彻底”的财政政策改革方案，以避免希腊债务危机重演。

## 三、欧洲债务危机爆发的原因分析

### 1. 各国层面

(1) 财政状况恶化是欧元区国家的“痼疾”。

在十九世纪八十年代至九十年代早期，欧洲许多国家的财政支出增长很快，欧元区各国的政府赤字平均占 GDP 比重的 4-5%，政府债务所占 GDP 比重从不到 40% 增加到 70% 左右。在 1992 年欧元区国家的总体赤字占 GDP 比重约为 5.5%。为了加入欧元，各国纷纷采取很多临时性的增税减支措施，但财政收支结构没有发生根本变化。欧元启动以来，高额财政状况问题依然存在。数据显示，欧元区平均政府债务水平基本保持着 70%，但总体赤字水平因各国有所差异。欧洲财政状况的特点充分反映公共部门在经济政策中发挥的突出作用以及欧洲的人口老龄化问题。其中，希腊、意大利、比利时的问题尤为突出。尽管在 1999-2007 年间希腊政府债务呈现缓慢下降趋势，在经历了低利率和高增长的繁荣时期之后，2007 年

其政府债务占 GDP 比重仍然高达 94.7%。而赤字平均水平也维持在 4%；此外，意大利和比利时的平均政府债务水平突出，在 1999-2007 年间约为 100%；而意大利和葡萄牙的赤字问题相对严重，1999-2007 年间的平均赤字水平分别为 2.9%和 3.6%。

(2) 经济增长低迷和失业保护政策阻碍了财政状况的根本性改善。

自 90 年代中期，欧元区的劳动生产率出现了明显下降，经济增长落后美国。这是因为各种管制的存在妨碍了通讯信息技术对生产率的促进；此外，在全球化的竞争下，欧元区传统产业一直受到外部的挑战而且也受到该产业利润平均下降和欧盟各国高税赋的双重挤压而面临竞争力不断下降的局面，而较高的规制环境与较低的投资和生产率也存在相关性，制度的刚性降低了企业调整的空间（ECB，2008）。另外，欧洲国家普遍存在失业率过高的问题，高失业保护成为财政负担的重要内容。欧洲央行的实证研究表明就业保护立法和税收楔子（Tax Wedges）是欧元区的高失业率的重要障碍（ECB，2003）。

(3) 高额财政负担限制了财政政策的发挥空间。

2008 年危机对欧洲经济金融稳定形成了巨大威胁，欧洲国家的财政刺激政策、对金融体系的担保等支持措施以及财政政策的自动稳定器功效的发挥使欧洲国家的财政状况陷入前所未有的恶劣局面。2008-2010 年间，欧洲总体债务水平从 2008 年的 69.4%增至 2010 年的 84.7%，其中金融危机的刺激政策和金融支持政策使债务水平提高了约 1/4-1/3(表 1)。

表 1 欧元区政府债务总规模(单位：%)

		2008	2009	2010
1	政府总债务	69.4	78.7	84.7
2	债务比率变动 (2=3+4+5)	3.4	9.3	6.0
3	名义 GDP 增长	-1.8	2.2	-1.2
4	总政府赤字	2.0	6.3	6.6
4a	自动稳定器	-0.9	1.5	1.5
4b	财政刺激政策	--	1.1	1.1
4c	其他	2.9	3.7	4.0
5	赤字-债务调整	3.3	0.8	0.7
5a	金融部门支持	1.9	0.5	--
5b	其他赤字债务调整	1.4	0.3	--

资料来源：ECB.

## 2. 欧元区层面

(1) 统一的货币政策与分散的财政政策在宏观经济配合方面存在矛盾。

在促进经济增长方面，欧盟各国存在过于倚重财政政策的倾向。欧洲央行货币政策的首要目标是维持欧元区的价格稳定，而欧元区的统一利率水平无法满足各国不同经济状况。由于巴拉萨-萨缪尔森效应，诸如希腊等经济增长较快的国家在相对较低的统一利率水平下面临更大的通货膨胀压力，成本的上升将通过竞争力渠道降低经济增长率。对于那些经济增长较慢的国家（例如意大利），由于相对较高的统一利率将首先面临通货紧缩的问题。为了克服统一利率形成的产出和价格差异，也为了弥补加入欧元区的汇率政策工具的丧失，欧盟各国将增加就业及促进经济增长作为财政政策的主要目标。IMF（2003）对欧元区四国的财政政策研究表明，在财政纪律确立之后，各国财政政策体系出逆周期的特征。2008 年金融危机之后的欧洲财政政策同样遵循这样的规律。

在解决过度财政支出方面，欧洲国家同样面临财政政策与货币政策的协调问题。一国解决财政赤字可以通过扩张性货币政策、货币贬值以及财政紧缩的办法，必要时还可以用央行直接购买国债的方式实现融资。而统一货币下的欧洲却没有这样的政策配合。在大多时候，欧洲各国只有通过紧缩财政的政策来解决债务过度的问题，因而限制了对财政问题的解决。

(2) 分散的财政体系和低效率的协调机制不利于危机管理的统一行动。

分散的财政政策意味着危机来临各国各自主张的危机管理政策，欧盟金融稳定合作机制又为欧盟各国留下了较大的协商空间，从而加剧了危机对各国的影响。尽管目前欧盟建立了超国家的金融稳定机构，但是对于不能干涉各国独立财政权力的规定，显然不利于欧盟层面的金融稳定的实现。金融危机和此次危机的救助就面临这样的问题。

(3) 松懈的统一财政纪律约束使欧洲债务危机成为可能。

欧元区财政纪律的主要依据——《稳定增长公约》（《公约》）的有关规定过于松懈。其一，《公约》的核心约束是要求将政府财政赤字控制在 GDP 的 3% 内，而没有涉及公共债务率指标。对负债比率过高没有规定，就意味着各国可以突破《马约》关于公共债务率 60% 的底线。这样的规定无疑纵容了各国财政的高负债，进而影响财政管理的流动性和发债的信用评级。其二，全体通过的机制可以否决公约。这样的规定无疑在大多数国家出现赤字过高的情况下，可以共同决定是否采用统一的财政纪律。其三，《公约》规定了例外情况，即成员国发生赤字超标的前提是 GDP 出现 2% 的下降。这样的规定虽然存在着政策的灵活性，但是也为各国在危机中全面违约提供依据。其四，《公约》对违约情况的处罚是罚款，这样的处置方法显然只会加大赤字水平，无利于形势的好转。因此，《公约》的有关规定符合欧盟统一规则的一贯特征。对于存在经济差异的货币经济联盟成员而言，任何协议必须留有协商空间。

欧元各国的违反财政纪律的行为可以导致稳定与增长公约的修改,极度降低了财政纪律的有效性。2002-2005年德、法等国家为了应对本国经济增长下滑而出现违反《稳定与增长公约》的情况,相继出现超过GDP3%的赤字水平。为此,2004年9月,欧盟委员会通过了修改《稳定与增长公约》的建议,使对过度赤字的规定更加灵活。

总而言之,统一的财政纪律松懈而缺乏约束,分散的财政政策成为各国刺激经济和应对冲击的重要工具。虽然这样的情形体现出相机决策的无奈,但是仅凭财政政策的“先发制人”是无法支撑国家经济的可持续增长。

### 3. 国际层面

#### (1) 金融危机是欧洲债务危机形成的直接原因。

比起美国,欧元区经济的开放程度更高,全球的经济低迷对实体经济形成巨大冲击。欧元区(16国)2009年产出为负增长4%,是欧元区成立以来的首次年度负增长;欧元区失业率由2008年底的8.2%上升到2009年末的9.9%。应对危机的财政支持政策,使原本脆弱的政府债务问题彻底暴露。此外,从市场信心来看,金融危机使市场变得异常脆弱,任何利空消息都会引发市场的恐慌与混乱。最后,希腊隐瞒真相的“信用危机”无疑是骆驼背上的最后一根稻草,欧洲债券问题彻底爆发。

#### (2) 美元捍卫关键货币的地位。

从国际货币的角度来看,笔者认为欧洲债务危机的蔓延与美元与欧元的竞争不无关系。在此次欧洲危机的爆发过程中,美国主导的标准普尔等权威信用机构对包括西班牙、意大利等国的信用下调,促使欧洲局面迅速恶化。信用下调的次日,穆迪又更正了对意大利的评级,这样的举动难免令人浮想联翩。自2009年3月以来至希腊危机爆发之前,美元一直处于急剧下跌的态势,而欧元则进入了坚挺阶段,并保持了自2006年以来的上升趋势。与此同时,在金融监管的问题上,美国受到以欧盟为主的改革压力,欧盟对于加强信用评级机构以及衍生品监管改革行动逐步展开。由此,美元强烈感受到来自于欧元的巨大压力。利用国际评级仍具威信的“话语权”对欧洲债务危机展开致命反击,美元重新赢得“强势”,并充分验证了美元在国际货币体系的主导地位难以撼动。

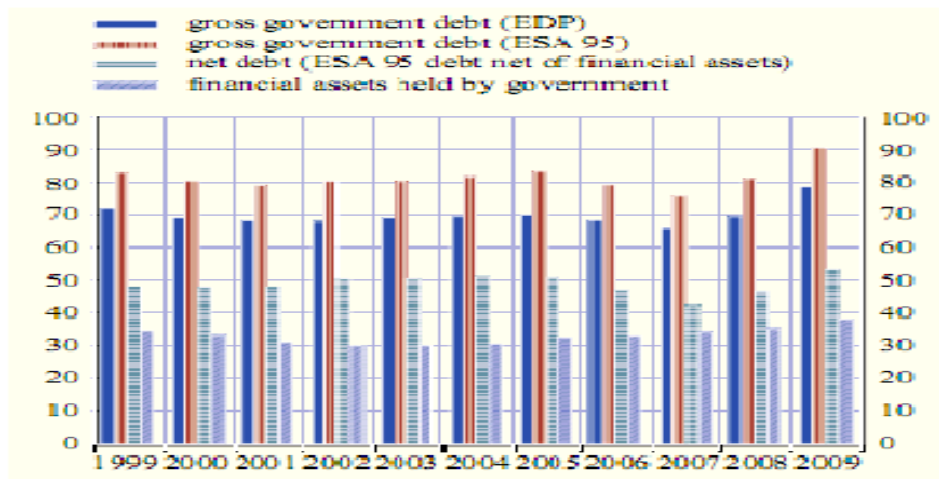
## 四、未来局势的判断与欧洲政策展望

全球关注欧洲的未来,既是因为欧盟的经济总量已经超过美国,亦是因为欧洲一体化发展的那份历史厚重感,更是因为欧元作为主要国际货币的超国家特性。通过以下几个问题的分析,笔者希望对欧洲债务危机的发展和欧元的未来能够做出客观判断。

### 1. 债务危机前景: 欧洲主权债务危机还会继续恶化吗?

### (1) 债务规模

欧洲财政融资的主要方式是发行欧元计价的长期固定利率债券。根据 ECB 统计数据,按照马约的名义价值计算方法,2010 年欧元区的公共债务占 GDP 比重的 78.7%。截至 2010 年 4 月,债务问题最为突出的“笨猪五国”以各种货币形式发行的政府债券未清偿名义价值总额达约为 2.5 万亿欧元。按照 ESA95 以市场价值为基础的计算方法,2009 年欧元区的债务规模占 GDP 比重的 90%;在净债务规模方面,政府金融资产的市场价值约占 GDP 的 30-38%,其中以短期存款、现金形式存在的金融资产占比约 41%,因此,欧元区净债务总额约占 GDP 的 60%(这一数据还不包括欧元区政府非金融资产,见图 1)。以希腊等最为敏感的五国经济规模占比为 35%计算,目前它们的净债务规模总额占欧元 GDP 比重的 21%,约为 1.7 万亿欧元。此外,西班牙和爱尔兰的债务恶化主要在危机后形成,其债务规模和风险要远低于其它三国。因此,无论从名义价值还是市场价值来看,欧盟与 IMF 通过的 7500 亿欧元的救助计划与目前的债务规模相比,其资金保障是较为有力的。



资料来源: ECB。

图 1 欧元区政府总债务规模、净债务规模和金融资产规模: 1999-2009(占 GDP%)

### (2) 欧元区的紧缩财政计划

目前,欧元区各国均表示要削减开支,压缩财政赤字。其中,希腊已经承诺连续 3 年实行 GDP 比重 10% 的的财政紧缩计划,力图在 2014 年重新实现《公约》的赤字达标;意大利表示通过缩减救济金、公务员工资和地方政府支出等方式,力图在 2011-2012 年间实现每年降低 GDP 1.6 % 的赤字水平;此外,西班牙和葡萄牙政府均通过类似的措施。根据欧盟预测,随着经济的复苏和紧缩财政政策的实施,欧元区的名义财政税收增长率在经历 2009 年

的下跌之后将逐渐走强，预计在 2011 年名义财政税收增长率将超过名义财政支出增长率，赤字水平开始缩小。相对赤字水平，政府债务水平下降要经历较长的时间。在未来五年内，欧元区的政府负债水平恐将保持高居不下的状态。

### (3) 当前的救助行动实施

目前，欧元区各国均已通过救助计划，第一年将为希腊提供 300 亿欧元，其中首批 85 亿欧元贷款已经到位。

基于上述分析，在当前的形势条件下，欧洲债务问题已经得到充分暴露，市场风险也得到相应释放，目前局势正在向着好转方向发展，欧洲主权债务危机正在得到控制。但是，需要强调的是，鉴于政府债务水平下降是个长期的、缓慢的过程，加之当前欧洲经济复苏缓慢，以及金融危机之后的全球各种不确定因素较多。因此，在相当长的时间内，欧洲债务风险将一直存在。

## 2. 欧洲经济增长前景

欧洲债务危机的最终解决仍然需要经济增长的实现来逐渐解决。根据 IMF 的最新预测结果，欧洲经济正在处于缓慢复苏的过程（表 2）。由于全球经济的复苏，欧盟主要国家的投资需求有所上升，工业生产值上升，加之欧元的贬值使欧元区出口量持续上升，2010 年的欧元区经济增长预期值为 1%，2011 年为 1.5%，而德国、法国、意大利和西班牙也正处于经济复苏之中。

表 2 IMF 最新增长预测

	2010	2011
欧元区	1.0	1.3
德国	1.4	1.6
法国	1.4	1.6
意大利	0.9	1.1
西班牙	-0.4	0.6

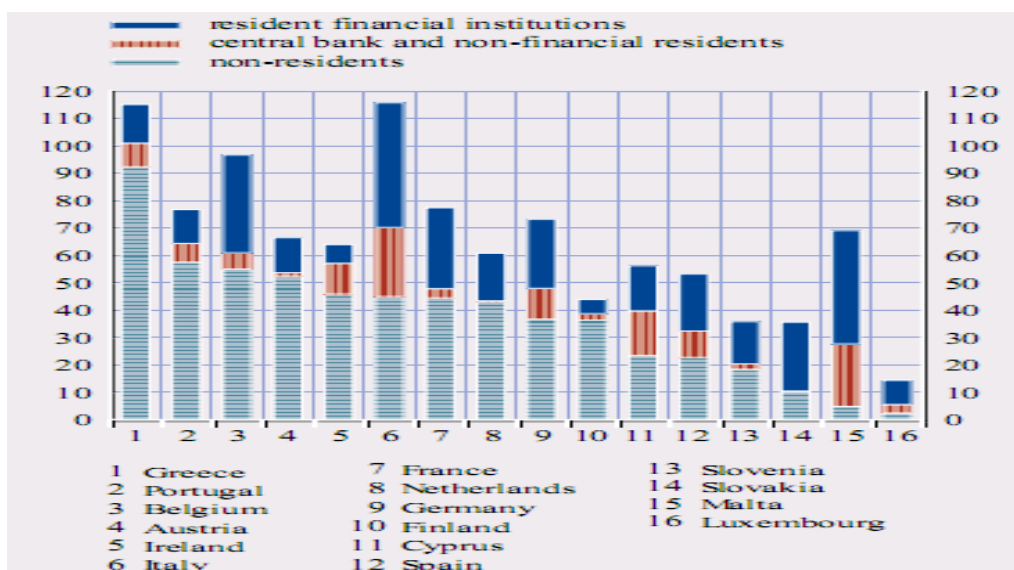
资料来源：IMF。

但是欧洲经济增长存在诸多不确定的因素：首先，金融危机和债务危机使得各部门（尤其是欧洲央行）的资产负债表结构遭到破坏，金融体系功能尚未得到完全恢复；其次，目前紧缩的财政已经无法发挥刺激经济的作用；此外，根据 IMF 对历史主权债务危机研究，主权债务危机对私有企业的外部信贷存在一定的影响；最后，欧元区的就业形势继续恶化，

2010年第二季度已达到10.1%，就业形势的恶化也反映出经济增长预期的不确定性。

### 3. 欧元前景：欧元区会解体吗

当前尚不存在导致欧元区解体的极端因素。首先，根据上述分析，欧盟对债务危机的救助和今后的治理正在进行，无论是对德法亦或是希腊等国，都不存在退出欧元区的任何迹象。目前对德国退出欧元区的担忧，是不可能发生的。这是因为对于已经相互渗透的欧元区而言，退出欧元区的经济和社会成本都是巨大的。根据政府债务持有人结构，德国金融机构应当广泛持有包括希腊、意大利等国的各国债券（图2）。出于本国的利益，德国必须施救，但同时它也必定会通过欧盟以及IMF等各方力量对希腊财政紧缩进行施压。其次，从欧盟成立的半个多世纪的历程中来看，危机的来临意味着短暂的分歧，欧盟各国最终要回到共同发展的一体化轨道。欧盟对全球金融危机和欧洲债务危机的反应也充分说明了这一点。最后，英美等国与欧洲的经济金融联系对欧元的发展将起到一定的支持作用。经济全球化的背景下，英美与欧盟保持着紧密的经济金融联系，欧元的瓦解将导致全球剧烈动荡，各个国家都有受到不同程度的影响，这是英美国家不愿看到的。



资料来源：ESCB、Eurostat。

图2 欧元区政府债务持有人(单位：GDP占比%)

就欧元欧洲而言，欧元汇率短期难以改变走弱趋势。由于欧洲经济增长势头缓慢，债务危机对欧洲经济的影响将在一定时期内存在。因此，欧元汇率走弱的趋势将在短期难以改变。从中期角度来看，随着希腊等国财政紧缩计划的贯彻与落实、欧盟关于财政改革措施的推出、



欧洲国家经济复苏、以及市场对欧洲政府债券信心的逐渐恢复，欧元汇率才可能逐渐回复走强。但可以肯定的是，由于欧洲政府过度的政府负债以及经济增长的低迷，欧元已经失去了在金融危机之后赶超美元的良好契机，甚至于无法巩固欧元曾经的地位。

#### 4. 欧洲经济政策展望

(1) 财政政策。对高额公共债务的漠视，导致欧洲在最需要财政政策支持的时候选择了紧缩政策。这样的教训值得欧洲国家反思。按照欧盟的要求，在未来相对长的时期内，欧元区多数国家将选择财政紧缩。此外，欧盟国家还表示在经济增长得以保证的时候，在危机中给予的各种财政支持将逐渐退出。与此同时，欧盟将坚持统一财政纪律的要求，并会就债务比率问题以及财政危机解决等问题给予补充和修改，相信以德国为首的欧盟国家将会对遵守统一财政纪律的激励机制作出相应规定。

(2) 货币政策。由于全球经济的衰退和欧洲紧缩财政政策的使用，目前欧洲不存在通胀预期，因此欧洲央行仍然采取扩张性的货币政策。未来欧洲货币政策将继续以控制通货膨胀为目标。这是欧洲选择德国货币政策模式的结果，也是德国认为令其福利不受损失的保证(格劳威，2003)。

(3) 经济增长政策。针对未来 10 年的发展，欧盟理事会 3 月 26 日提出了“关于就业和增长的全新的欧洲策略”。在这一发展规划中，欧盟要求实现“有力的、持续的、充分的增长”并创造更多的就业机会和社会福利。对此，欧盟强调需要通过通过结构改革提高竞争力，加强经济政策协调并实现更深刻的经济趋同。

总体来看，当前欧洲的紧缩财政政策是防止危机进一步深化的正确选择，从而从根本上稳定了市场信心，防止局势的进一步恶化。此外，通过扩张的货币政策和汇率的贬值以及消除公共投资的挤出效应等因素的发挥可以在一定程度上抵消紧缩财政政策对经济增长的影响。尽管欧盟提出结构改革、提供竞争力等促进经济增长的观点，但是欧盟国家如何实现这样的目标，有待进一步观察。

#### 参考文献(略)