

欧债危机的成因、演进路径及其对中国经济的影响¹

张晓晶 李成

(中国社会科学院经济研究所, 北京 100836)

摘要: 正当全球经济从金融危机中缓慢复苏, 欧洲又笼罩在主权债务危机的阴影之中。本文首先介绍了这次危机的背景与成因, 指出欧债问题本质上是欧洲经济一体化的框架缺陷在金融危机冲击下的一次总爆发。随后, 我们就欧债危机的演进路径进行了简要的分析与判断, 并着重讨论了危机向银行、非金融私人部门以及美国经济的传导。最后, 本文展望了欧债危机对中国经济的影响, 认为虽然在现阶段, 危机带来的直接不利影响是有限和可控的, 但这无疑给中国经济的前景增添了很大的不确定性。

关键词: 主权债务 金融危机 欧洲经济一体化

European Sovereign Debt Crisis:

Reasons, Evolutionary Path and Effects on Chinese Economy

Abstract: This study addresses the ongoing European sovereign debt crisis, which casts a gloom over the fragile recovery of the world economy. We first argue that the flaws in the current framework of the European economic integration, along with the global financial tsunami, are the principal responsible for the debt crisis. The next section of the paper turns to the evolutionary path of the crisis, especially its transmission toward the banking sector, non-financial private sector, and the US economy as a whole. Eventually, we discuss the potential effects of European debt crisis on Chinese economy, and consider that despite the limited direct effects, the crisis brings a great deal of uncertainty about China's economic perspectives.

Keywords: Sovereign debt; Financial crisis; European economic integration

¹ 本文受国家社科基金重大招标课题“贯彻落实科学发展观与完善宏观调控体系”(批准文号 07&ZD004, 首席专家张晓晶)的资助。文中吸纳了张平研究员的意见, 特此感谢。当然文责自负。

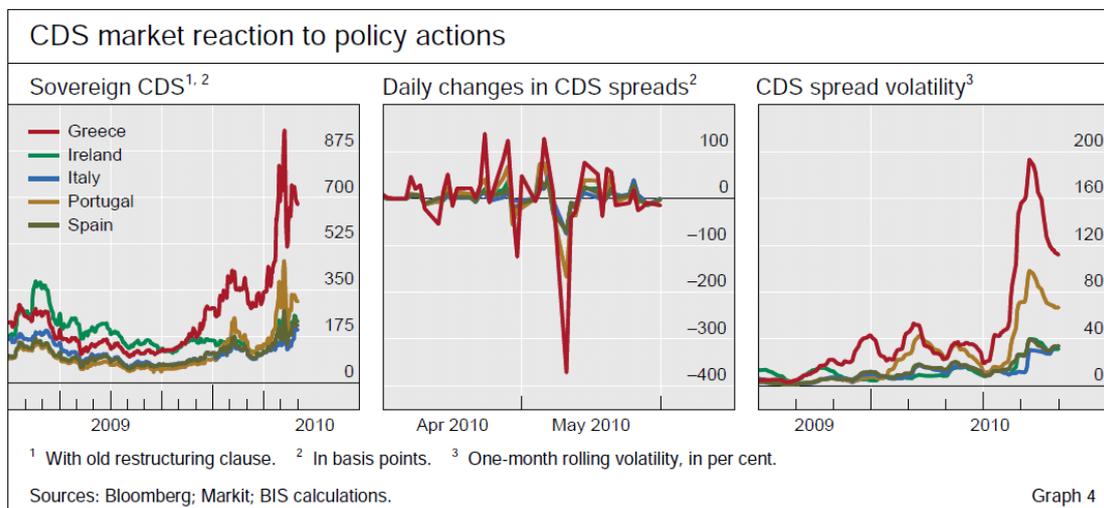
一、欧洲主权债务危机是国际金融危机发展的新阶段

自 2007 年夏天次贷危机爆发以来，无论在发达国家还是发展中国家都普遍采取了货币与财政双宽松的刺激政策。这在一定时期内有效地抑制了全球经济下滑；但与此同时，由于大规模举债，各国政府的债务负担大大提高，特别是对欧洲一些由于人口结构等因素本来就债台高筑的国家更是雪上加霜。欧洲主权债务危机正是在这种特殊的背景下既偶然又必然地爆发了。

希腊是倒下的第一张多米诺骨牌。直接起因是去年 11 月希腊新政府上台之后，发现上届政府掩盖了真实的财政状况。新政府将财政赤字由预期的 6% 上调至 12.7%，大大超过《稳定与增长公约》规定的 3% 的上限。消息的披露迅速引发了惠誉、标准普尔与穆迪等信用评级机构相继下调了希腊主权债务评级。而今年 4 月 27 日，标准普尔在希腊政府公布了高于预期的预算赤字后，更将其债务评级从 BBB+ 降到了 BB+，即正常情况下根本得不到融资的垃圾级。随后，葡萄牙与西班牙的国债信用也遭到了降级。同样财政状况不佳的爱尔兰和意大利也引起了市场的担忧。这样一来，当事五国（GIIPS）的融资成本大大增加：一方面，如图一所示，五国的主权 CDS（即信贷违约掉期。它在一定程度上反映了债务违约的风险）自年初以来大幅攀升，并出现剧烈波动。与此同时，GIIPS 五国 10 年期国债的息差（相对于德国）也在急剧上升，而尤以希腊为甚（见图二）。尽管市场在短期内对欧洲当局于今年 5 月 10 日推出的 7500 亿欧元的欧洲金融稳定基金给予了积极评价，但 GIIPS 五国的融资成本仍维持在较高水平。

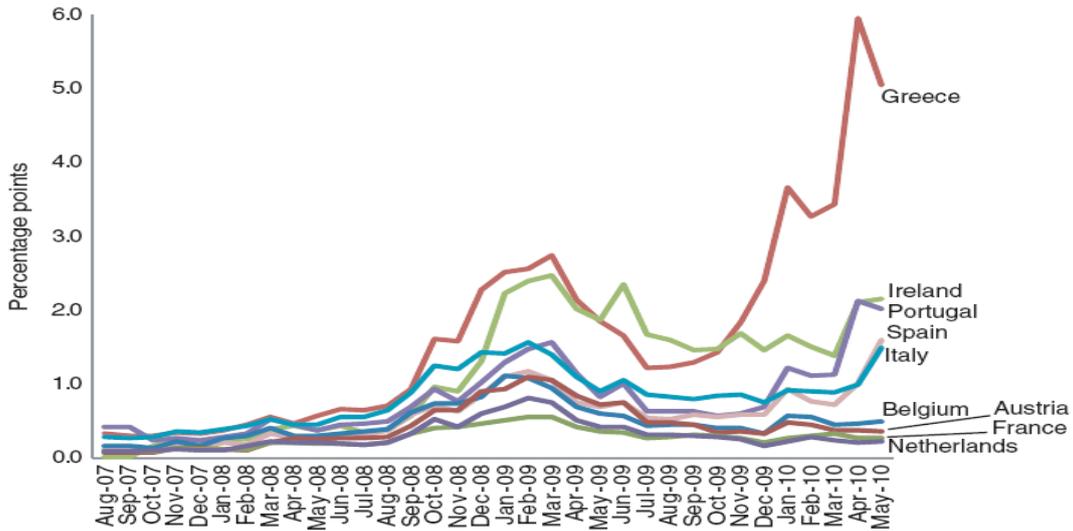
纵观自 2007 年开始的国际金融危机，其第一阶段肇始于私营部门的次贷，标志性事件是雷曼兄弟的倒闭。现在的欧债问题则可以看作金融危机的第二阶段，即危机从市场与企业层面蔓延到政府层面，标志性事件就是希腊债务危机。从这个角度来看，持续了三年之久的国际金融危机还远没有结束：它似乎印证了“金融危机过后，必有财政危机”的普遍规律，至少对于部分欧洲国家来说事实的确如此。总之，**欧洲主权债务危机将危机推进到一个新阶段：即从私营部门的金融危机推进到公共部门的财政危机。**

图一 CDS 市场对政策行动的反应



资料来源：Bloomberg, Markit, 国际清算银行

图二 10年期国债息差(相对于德国)



资料来源：Bloomberg 月度数据

二、欧债危机成因的简单分析

关于欧债危机的成因，除上述全球金融危机等外部因素以外，欧洲自身的原因大体可以概括为以下几点。

第一，一段时间以来的欧元大幅升值成为后来主权债务危机的诱因。欧元作为世界货币在 1999 年诞生。其兑美元的比价先从 1.01 贬值到 0.85 的低点，而后一路升值到 2008 年 7 月的 1.58，其间累计升值达 86%，比起欧元诞生之日也升值了 50% 多。欧元在这一时期的大幅升值的直接后果，就是欧债受到投资人的欢迎，相应的举债成本也变得十分低廉。像高盛等投行，就曾帮助希腊政府做假帐，美化财政状况，以便利举债。而自欧债危机爆发以来，由于市场对欧洲经济前景的担忧加剧，欧元又大幅贬值。其兑美元的比价一度下跌至 2010 年 6 月份的 1.20 附近，为近四年来的最低点（见图三）。

图三 1 欧元兑美元：2005 年 7 月至 2010 年 6 月



资料来源：雅虎财经

第二，欧元区虽有统一的央行与货币政策，但没有统一的财政政策。这种制度架构上的“先天不足”为危机的产生埋下了种子。当某些成员国遇到外部冲击时（如金融海啸），它们难以根据其自身的经济结构和发展水平等特点，制定相应的货币政策。比如，当希腊遇到问题时，对外不能通过货币贬值来刺激出口，对内不能通过货币扩张来削减政府债务。加之欧元区各成员国多年来对《稳定与增长公约》关于政府财政的规定几乎置若罔闻，致使各国债台高筑，积重难返²。

第三，长期以来，欧洲央行一直奉行较为保守的货币政策。尽管自债务危机爆发以来，欧洲央行开始购买欧元债卷³并维持自去年 5 月以来的 1% 的市场指导利率，但是其目标通货膨胀率始终锁定在 2% 以下⁴。这种在危机时刻对物价水平稳定性的追求，在一定程度上抑制了欧元区的消费与投资，给经济复苏造成不利影响⁵。

第四，近年来，欧洲银行业的信贷扩张事实上也很疯狂，致使其经营风险急剧增加。这特别表现在其杠杆乘数（即总资产与核心资本之比）甚至超过受次贷冲击的美国同行（见图四）。尽管欧盟在今年 7 月 23 日公布的压力测试显示，在 91 家受测的欧洲银行中，只有 7 家未能达标（结果详见 CEBS (2010)）。但由于在测试中未将备受瞩目的 GIIPS 国家主权债务违约考虑在内，并且最低核心资本率（tier-1 capital ratio）的设定也较为宽松⁶，该结果远未消除市场对欧债危机向欧洲银行业蔓延的担忧。

² 为此，长期以来反对欧洲货币一体化的 Martin Feldstein 提出了关于“欧元区假期”的设想，即希腊可以暂时退出欧元区，贬值本币，提高竞争力。待经济恢复后，以新比价重返欧元区。见 Financial Times, Let Greece take a Eurozone ‘holiday’, 2010 年 2 月 16 日。

³ 截至今年 6 月 30 日，欧洲央行已购买欧元债卷 600 亿欧元。见 European Central Bank (2010)。

⁴ 见回声报 (Les Echos), 2010 年 6 月 21 日。

⁵ 在此问题上，Paul Krugman 指出，欧洲央行应采取更为扩张性的货币政策，容忍甚至是欢迎通货膨胀。见 The New York Times, 2010 年 5 月 6 日。

⁶ 在本次测试中，最低核心资本率被设定为 6%，低于巴塞尔协议-3 的 8% 的要求。如果按照后者，不合格的银行数量将上升至 39 家。

图四 欧美银行的杠杆乘数比较

US Banks

	Assets	Equity less Goodwill	Leverage
	Q4 2009, USD billions	Q4 2009, USD billions	Q4 2009, USD billions
BANK OF AMERICA	2,223	145	15
JPMORGAN CHASE	2,032	117	17
CITIGROUP	1,857	130	14
WELLS FARGO	1,240	90	14
GOLDMAN SACHS	841	68	12
MORGAN STANLEY	771	46	17

European Banks

	Assets	Equity less Goodwill	Leverage
	Q4 2009, USD billions	Q4 2009, USD billions	Q4 2009, USD billions
BNP PARIBAS	2,950	100	30
ROYAL BANK OF SCOTLAND	2,740	130	21
DEUTSCHE BANK	2,152	44	49
BANCO SANTANDER	1,577	73	21
SOCIETE GENERALE	1,468	58	25
UBS AG	1,293	37	35

数据来源：OECD

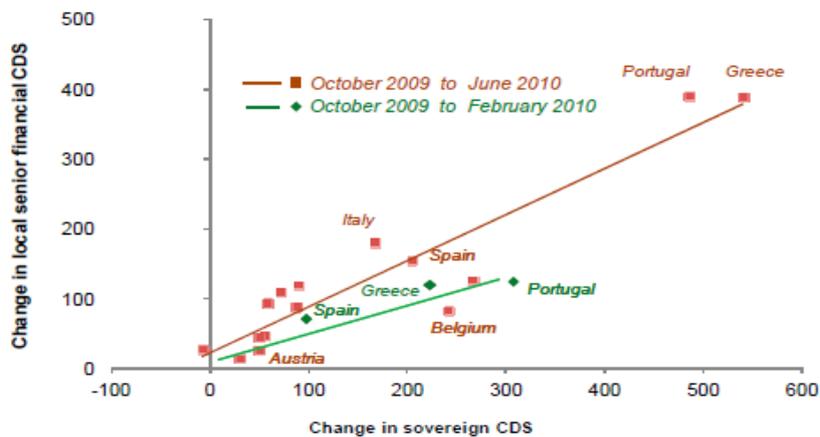
最后，欧洲人口老龄化，劳动力市场缺乏灵活性，以及过渡慷慨的福利制度，极大地抑制了欧元区竞争力的提升，并导致了长期的结构性的低增长、高失业。事实上，即使在全球金融危机到来之前，欧元区在经济增长率和失业率等指标上也明显逊于美国⁷。这是欧洲政府债务负担加剧的根本原因。

三、欧债危机的演进路径

(一) 欧债危机向欧洲银行业的传导

欧债危机导致的国债贬值，使深陷其中的欧洲银行的资产质量大幅下降。同时，政府与银行的紧密联系，使得二者的融资成本呈现出显著的正向关联（见图五）。这为财政危机向银行业的扩散埋下隐患。

图五 政府融资成本与一般金融机构融资成本的联动（百分比）

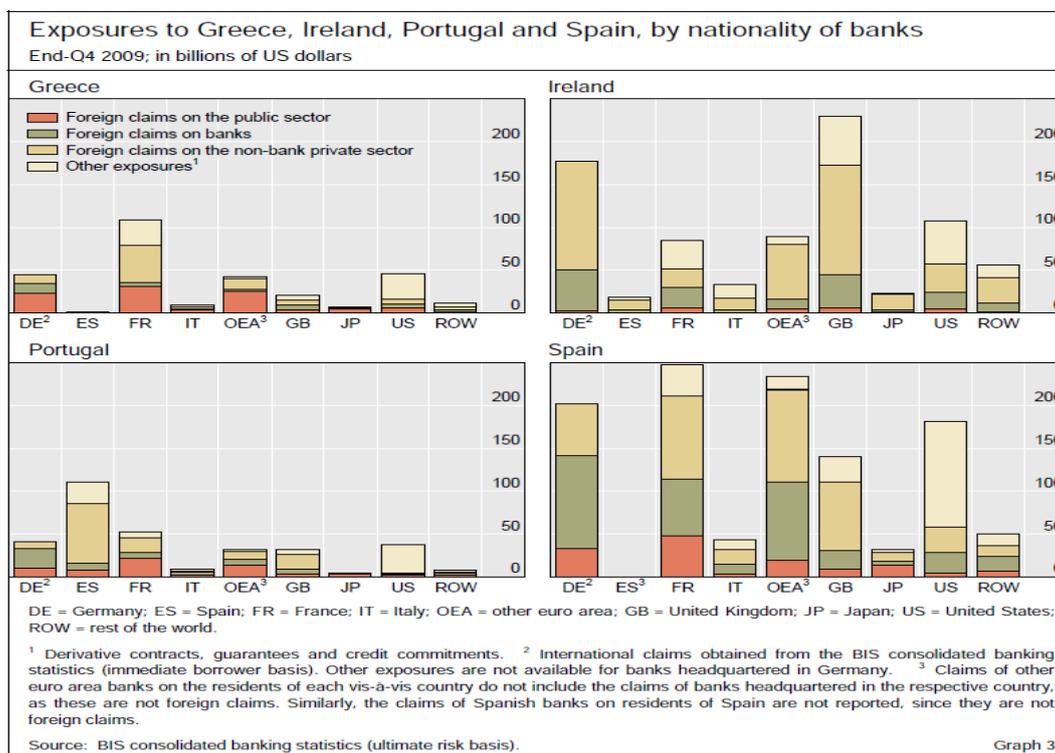


⁷ 例如，2001至2007年间，欧元区年均GDP增长率为1.8%，而美国为2.4%。同期欧元区年均失业率为8.5%，美国是5.2%。

来自国际清算银行(BIS)的数据显示(见 BIS (2010)),截至 2009 年底,尽管欧元区银行针对西班牙,爱尔兰,葡萄牙,和希腊等国的公共部门的直接风险敞口不大,只有 2540 亿美元,约占(欧元区银行)全部敞口的 16%。但由于其在地区分布上高度集中,并且主权债务风险有可能危及规模庞大的私人部门债务,所以欧洲银行业的整体风险不容忽视。

如图六所示,总部设在欧元区的银行对西班牙,爱尔兰,葡萄牙,和希腊的整体风险敞口占所有银行的 62%。其对以上四国的风险敞口分别是 7270 亿,4020 亿,2440 亿及 2060 亿美元。其中法国与德国最为严重:它们的总体风险敞口分别为 4930 亿和 4650 亿美元(其中政府债务分别为 1060 亿和 680 亿美元),占到整个欧元区银行风险敞口的 61%。除法德外,英国也有很大风险敞口。总部设在英国的银行对爱尔兰的风险敞口达 2300 亿美元,其中一半以上(1280 亿)是对非银行私营部门。英国银行对西班牙的风险敞口也达到 1400 亿美元,主要是对非银行私营部门(790 亿)。如此巨大的风险敞口集中于作为欧洲经济火车头的法,德,英等国,不仅直接给这些国家的银行业带来风险,更会将这种风险扩散到其它欧洲国家⁸。

图六 各国对希腊,爱尔兰,葡萄牙,西班牙的风险敞口



转引自 BIS(2010)

⁸ 为衡量欧洲银行面临的风险,也可以参照风险敞口与银行核心资本之比。国际清算银行(2010)的报告显示:德国、法国、比利时银行对西班牙、希腊与葡萄牙公共部门贷款占其核心资本的比重分别为 12.1%, 8.3%, 5%。相应地,意大利、荷兰、瑞士银行的占比分别是 2.8%, 2.7%和 2.0%,而日本是 3.4%, 1.2%, 0.7%,英国是 2.0%, 0.8%, 0.7%,美国则不到 1%。由此可见,法,德两国银行风险暴露最甚。

(二) 欧债危机向非金融私营部门的传导

欧债危机不仅威胁欧洲银行业，还会向非金融部门传导，波及实体经济。这主要表现在以下几个方面。

第一，债务危机直接导致欧元区政府债券收益率攀升，融资成本大幅上升。而企业债券和 CDS 价格的制定，经常把国债收益率作为无风险 (risk-free) 的收益率参考。所以后者的提高，直接导致企业在债券市场的融资成本提高。

第二，主权债务的信用危机会传导到市场，给整个国家的宏观经济运行蒙上阴影。在该国从事主要业务的企业信用评级也将受到拖累，致使其融资成本提高，实体经济因之受损。

最后，政府的财政恶化，使政府的融资需求提高，进而有可能在资本市场对私人部门产生“挤出效应”，大大抑制民间投资，减缓经济增长。

(三) 欧债危机向美国经济的传导

欧债危机显然不仅仅是欧元区的事，它还会影响到欧洲以外的经济体，我们特别关注的是欧债危机对于美国经济的影响。欧债危机影响美国经济的主要渠道有两个：双边贸易和美国银行业对欧债的风险暴露。

第一，此次危机给美国对欧出口造成不利影响。受债务危机拖累，欧洲经济复苏放缓，对外需求降低。加之自今年年初以来，欧元对美元已累计贬值 15% 以上。这两个因素的叠加必然使美国对欧出口锐减。但是，考虑到美国对欧元区常年保持逆差，而其中出口只占美国 GDP 的 1% 左右⁹，这种负面因素对美国经济增长的影响十分有限。事实上，根据经合组织 (OECD) 的一项研究，在其它条件不变的情况下，欧元贬值 10%，只会在次年使美国 GDP 下滑 0.1 个百分点 (见 Karine Hervé et al. (2010))。此外，对比世界银行与国际货币基金组织在欧债危机期间发布的两次世界经济展望 (见表一、表二)，美国 2010 和 2011 年经济增长率的预期均被调高。这充分表明了两个权威机构在欧债危机的背景下，仍对美国经济前景保持乐观。

表一 世行经济增长展望 (年实际 GDP 增长率预测; %)

	2010 年	2011 年	2012 年
世界经济	3.3 (2.7)	3.3 (3.2)	3.5 (-)
欧元区	0.7 (1.0)	1.3 (1.7)	1.8 (-)
美国	3.3 (2.5)	2.9 (2.7)	3.0 (-)
中国	9.5 (9.0)	8.5 (9.0)	8.2 (-)

注：摘自《Global Economic Prospects》，世界银行，2010 年 1 月刊，6 月刊。其中括号内是 1 月份的展望数据。

⁹ 例如，2009 年美国对欧元区商品出口 1620 亿美元，进口 2126 亿美元，而该年度美国 GDP 为 14.3 万亿美元。

表二 IMF 经济增长展望（年实际 GDP 增长率预测；%）

	2010 年	2011 年
世界经济	4.6 (4.2)	4.3 (4.3)
欧元区	1.0 (1.0)	1.3 (1.5)
美国	3.3 (3.1)	2.9 (2.6)
中国	10.5 (10.0)	9.6 (9.9)

注：摘自《World Economic Outlook》，国际货币基金组织，2010 年 4 月刊，7 月刊。其中括号内是 4 月份的展望数据。

第二，尽管欧债危机对美国经济的整体影响十分有限，但给涉入其中的美国银行带来巨大的违约风险，大大降低了其资产质量。据巴克莱资本(Barclays Capital)在今年 2 月 10 日公布的报告，美国 73 家大型银行对爱尔兰、西班牙、希腊和葡萄牙的债务风险敞口共计 1760 亿美元，但因多数交易已受担保（如回购协议），因此风险有限，且只占美国各大银行全部海外敞口的 5% 左右。

但是，具体到深陷欧债的少数美国大型投资银行，形势却异常严峻。如摩根大通在 GIIPS 五国的风险敞口为 363 亿美元，约为其核心资本的 28%。而摩根士丹利在五国的风险敞口为 324 亿美元，占其核心资本的比重高达 69%。市场不仅对这些当事者的资本结构担忧，更对可能出现在美国银行业的多米诺牌效应感到恐慌。事实上，自今年四月以来，随着欧债危机的影响逐渐发酵，以上两家公司的股价在一个季度内下跌了近 20%。受其拖累，同期的道琼斯指数也出现宽幅波动，并结束了近一年来的上涨行情，在一个季度内下跌了 10% 以上。这在一定程度上反映了市场的忧虑正在从银行业向实体经济扩散。

综合上述分析，就目前的情势来看，虽然欧洲债务危机对美国经济的直接影响较小或尚未完全显现，但是由此引起的市场信心匮乏，将会给美国经济带来更多的不确定性。

四、欧债危机对中国经济的影响

(一) 欧债危机对外需的冲击

由于我国政府和金融部门对欧债的直接涉入不深，本次危机对我国最直接的影响就是外需下滑，抑制出口。由于欧盟是我国第一大贸易伙伴，对欧出口约占出口总量的 20%，因此这一负面影响不容忽视。事实上，自今年年初以来，人民币兑欧元已累计升值 15%。研究显示，在其它条件不变的情况下，仅这一汇率因素就会使对欧出口减少约 10%（见姚枝仲等人（2010））。

此外，欧债危机给世界经济蒙上阴影，从而间接地影响中国的对外贸易。这种机制主要表现在危机对我国主要贸易伙伴，如美国、日本的影响。现在看来，由于欧元贬值，使得美日的出口竞争力受到削弱，不利于其经济的恢复。但鉴于上文中以美国为例的论述，我们认为这种间接影响将十分有限，不会造成过大的损害。

最后还应指出，新兴经济体的快速复苏，以及中国与之日益紧密的贸易联系，在一定程

度上弥补了我国对欧出口份额的减少。不过，值得关注的是，欧美等发达经济体仍然是中国最大的顺差来源。海关总署的数据显示，2010年上半年，我国对欧盟的贸易顺差达到620亿美元，高于全部顺差总额的553亿美元。而对东盟国家的贸易出现逆差73亿美元，对其它三个“金砖”国家（即，巴西、印度、俄罗斯）的总贸易量也为逆差14亿美元。由此判断，我国出口的形势依然严峻。

（二）欧债危机对中国影响的综合判断

短期看，无论是金融渠道还是贸易渠道，欧债危机会给中国，乃至世界经济复苏带来阻碍。但综合各种因素，这种负面作用是有限的，可控的。正如上文表一，表二所示，世界银行与国际货币基金组织不约而同的提高了对2010年中国及世界经济增速的预期。

但是，必须指出的是，尚在进行中的欧债危机绝非短期问题。未来的潜在风险在于：首先，如果危机进一步传染，导致其它国家，特别是法德等欧洲核心国家的主权债务出现问题，那么债务风险的敞口会急剧扩大。特别是如果出现政府债务违约，将使银行以及其它债权人因为蒙受损失而连锁性地违约，甚至破产。其次，在欧债危机的冲击下，本已步履蹒跚的欧洲经济复苏会更加艰难。这将使银行对私人部门的风险敞口也大幅提高。而这两种风险的相互加强，必然给欧洲乃至世界经济带来极大的挑战。因此，危机将对中国经济增长产生什么样的影响，还需要密切观察，不排除外部形势进一步恶化的可能。

中长期看，由于欧盟的政治体制与经济结构等多方面的原因，欧元区的复苏会相当缓慢，甚至出现反复。这使得我们在出口多元化以及储备货币多元化方面要有新的准备和举措。

在出口方面，由于欧元走弱，外需下降等局面有可能持续相当长的时间，过度倚重对欧出口将会给我国经济的长期走势带来不利影响。因此，中国应努力拓展国际市场，特别是新兴发展中国家的市场，以分散市场风险，优化贸易结构。

在储备货币方面，从全球外汇储备构成来看（见表三），尽管次贷危机爆发以来，美元的比重从2007年一季度的65.3%，下降到今年一季度的61.5%。同期欧元的占比由25.2%上升到27.2%。但受欧债危机的影响，国际货币基金组织预测欧元的占比将小幅下滑。总体上讲，全球储备货币的存量调整将是较为缓慢的过程，短期内欧元作为第二储备货币的地位将不会动摇。因此，中国在储备货币多元化方面，还是审慎为主，可以做适当调整，但不宜大动。

表三 美元、欧元占全球储备货币的比重(%)

	2007				2008				2009				2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
美元	65.3	65.2	64.2	64.1	63.2	62.9	64.5	64.1	65.2	62.8	61.5	62.2	61.5
欧元	25.2	25.3	26.1	26.3	26.7	26.8	25.5	26.4	25.8	27.4	27.7	27.3	27.2

资料来源：IMF

参考文献:

姚枝仲、田丰、苏庆义, 2010: 《中国出口的收入和价格弹性》[J], 《世界经济》2010年4月。

Bank for International Settlements, 2010, “Quarterly Review (June): International Banking and Financial Market Developments”. [C]

Committee of European Banking Supervisors (CEBS), 2010, “Aggregate Outcome of the 2010 EU wide Stress Test Exercise Coordinated by CEBS in Cooperation with the ECB, Executive Summary”. [C]

European Central Bank, 2010, “Final Monthly Report on the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme”. [C]

International Monetary Fund, 2010, (April & July), “World Economic Outlook”. [C]

Karine Hervé, Nigel Pain, Pete Richardson, Franck Sédillot and Pierre-Olivier Beffy, 2010, “The OECD’s New Global Model”. OECD Economics Department Working Paper No.768. [J]

World Bank, 2010, (January & June), “Global Economic Prospects”. [C]