



# 从援助机制看欧洲主权债务危机前景

专题报告 2011年第3期 总第3期

## 研究开发部

于国龙

电话: 010-88090060

邮件: yuguolong@chinaratings.com.cn

董敏杰

电话: 010-88090057

邮件: dongminjie@chinaratings.com.cn

陈代娣

电话: 010-88090111

邮件: chendaidi@chinaratings.com.cn

## 客户服务部

唐益

电话: 010-88090036

邮件: tangyi@chinaratings.com.cn

中债资信评估有限责任公司是国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。中债资信将采用“为投资人服务、由投资人付费”的营运模式，并按照独立、客观、公正的原则为投资人提供债券再评级、双评级等服务。

公司网站: www.chinaratings.com.cn

电话: 010-88090001

地址: 北京市西城区金融大街28号

院盈泰中心2号楼6层

## 引言

在过去的两年中，全球主权债务市场呈现出前所未有的动荡。源自美国的金融危机不断向欧洲国家扩散，欧洲各国相继启动了拯救国内经济下行的财政刺激计划，公共部门杠杆率提高，政府债务规模显著增加。2009年年底，希腊首先爆出主权债务危机，2010年后，葡萄牙、西班牙、意大利等与希腊具有同质性的经济体的债务问题也相继显性化，国际评级机构纷纷下调相关国家主权债务级别。受此影响，欧元区国家股市受挫，固定收益投资利率水平连续提高，大量外部投资避险抽逃，欧元币值反复波动，多个主权政府无法顺利实现市场再融资。

针对于上述局面，欧盟与IMF相继推出多个层次和多个期限结构的援助计划。随着欧洲主权债务问题的不断发展，相关援助机制已成为维持危机各国财政可持续性、确保欧元区经济稳定的重要基石，其在解决主权债务危机问题上的重要性不断扩大，并正在向长效化、制度化的方向延伸。鉴于此，了解危机各国的最新进展情况、深入解析欧盟财政援助机制的规模、结构与运行机制，对研究主权债务解决机理、把握欧洲主权债务危机的未来发展趋势具有重要的指导意义。本文尝试通过分析危机国家的最新状况与各项援助机制的运作特征，剖析欧洲主权债务危机的发展前景。

## 一、主权债务危机的最新进展

欧洲主权债务危机是全球金融危机的延伸，其实质是政府反周期干预造成的政府财政风险聚累。在全球金融危机的冲击之下，大多数欧元区国家的公共财政状况受到前所未有的压力，经济活动的急剧下降减少了政府税收收入，失业率上升导致转移支付份额加大。而另一方面，为保障经济稳定运行，各国政府纷纷采取了一系列经济刺激方案，通过积极的财政政策，将财政资源用于购买金融机构发行的流动性金融资产，并重组金融机构，以求稳定私人部门信贷恶化冲击下的金融体系。正是欧元区各国政府财政刺激计划和对金融机构的大批援助引发了市场对政府财政可持续性的担忧，导致政府再融资的信用风险溢价不断攀升，政府主权信用等级接连被下调（图1与图2），最终推动了财政危机局面的形成。

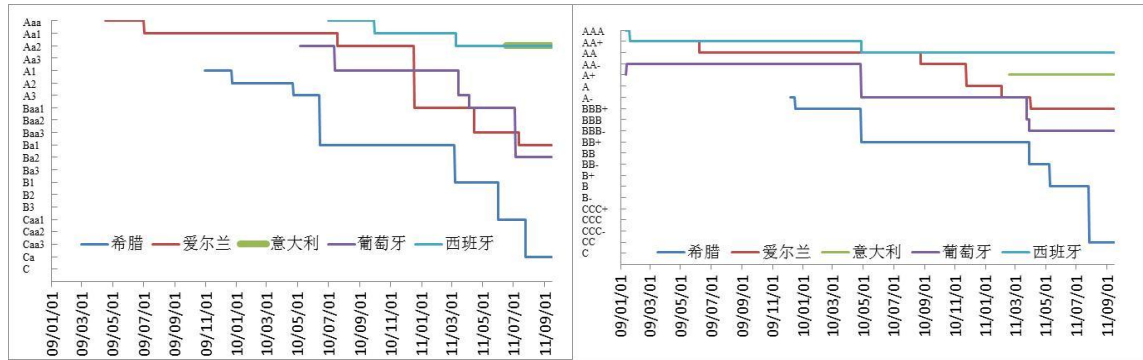


图 1 穆迪对危机五国主权评级的下调情况  
资料来源：彭博

图 2 标普对危机五国主权评级的下调情况  
资料来源：彭博

尽管由于经济联系紧密，各国的债务危机发展态势具有一定的同步性，但由于债务危机的形成机制不尽相同，因此各国实质上仍处于不同的危机发展阶段，各国所面临的环境和问题并不完全一致，具体来看：

(一) 希腊：接近选择性违约边缘

希腊政府在经济繁荣期宽松的货币政策环境中，财政政策没有相应紧缩，导致中央政府长期财政收不抵支，并形成庞大的债务规模。2009年10月新上任的帕潘德里欧政府披露了占GDP12.7%的高额财政赤字，直接导致市场信心的崩塌和商业性融资来源的迅速枯竭。2010年5月，希腊政府正式向欧盟与IMF请求资金支持，并承诺按照援助机制相关要求进行了财政改革。

第一轮援助希腊计划总额达1100亿欧元，欧元区国家根据各自在欧洲中央银行的股份比例，以双边贷款的形式为希腊提供800亿欧元救助资金，贷款利率约为5%，低于当时希腊政府的市场融资成本。IMF则通过备用资金的形式提供300亿欧元的援助资金。截至2011年7月份，欧盟与IMF的第一轮援助计划一共为希腊提供了650亿欧元的救助资金(表1)，尚有450亿援助资金没有支付。

表 1 第一轮援助希腊计划中已划拨金额(亿欧元)

批次	时间	欧元区	IMF	合计
1	2010年5月	145	55	200
2	2010年9月	65	25	90
3	2010年12月 -2011年1月	65	25	90
4	2011年3月	109	41	150
5	2011年7月	87	33	120
合计		471	179	650

注：截止至2011年7月份。

资料来源：欧盟委员会

尽管获得了IMF与欧盟的援助资金，但由于社会阻力过大，希腊财政改革成果不佳，政府负债率依然高企不下，截至2011年年底，负债率已达到142.8%的高位，并仍有继续扩大的趋势。在此背景之下，欧元区各国对欧盟能否成功解决希腊债务问题的预期下降，部分国家开始讨论采用私人部门参与(PSI)解决希腊债务危机的可能性，加大了投资者对希腊可能进行债务重组的预期。受此影响，希腊2年期、10年期国债收益率不断走高，2011年

以来最高时与德国同期国债收益率利差分别达到 2650BP 和 1400BP 的历史高点。

2011 年年初 IMF 对希腊执行结构性改革的评估结果显示，希腊经济增长依然乏力，结构性改革动力不足。而随着国内经济的持续收缩，希腊公共债务余额在 2011 年年底预计将达到 GDP 的 160% 左右，债务问题已经难以通过第一轮援助机制解决。针对于此，欧盟提出修改希腊救助方案，并与 IMF 共同提出了第二轮援助计划。

根据第二轮援助计划，希腊将进一步获得 1090 亿欧元的官方援助资金，该款项通过现有的临时救助机制——EFSF 筹集。与第一轮援助相比，第二轮援助的显著特点是在官方援助之外增加了私人部门的参与。代表私人部门谈判的国际金融协会（Institute of International Finance, IIF）共设计了四种私人部门的参与方案，四种方案在 2011 至 2020 年间各提供 337.5 亿欧元、总计提供 1350 亿欧元的援助资金；每项方案提供的资金将占私人部门参与计划金额的 25%。该援助计划通过三项置换合约（表 2 第一、第三与第四种方案），将私人部门目前所持有的希腊债券置换为期限为 15 年或者 30 年的新债券；通过续期合约（表 2 第二种方案），将私人部门目前所持有的希腊债券在到期之后，重新续期 30 年。通过上述四种方案，希腊政府可以延期、折价偿付私人部门目前所持有的债务，实质上就是希腊政府进行的选择性违约。

根据 IMF 与欧盟计划，2011 至 2020 年间，私人部门参与计划（PSI）总额将达到 1350 亿欧元左右。这 1350 亿欧元可以看作是 2011 年至 2020 年间希腊政府需要向私人部门债权人偿还的债务。为成功将这些到期债务置换或续期为期限更长的债券，IMF 与欧盟在这一段时间内将代替希腊向私人部门偿还 420 亿欧元的到期债务，因此，在 2011 至 2020 年间，希腊未按期偿付的私人部门债务为 930 亿欧元。另外，根据表 3 中第三、第四两项方案，在债务置换过程中还需要折减 20%，在加入各自占 67.5 亿欧元的两项折减额后，希腊在 2011 年至 2020 年期间实际向私人部门违约总金额将达到 1065 亿欧元。

表 2 私人部门参与第二轮援助希腊计划的四种方案

	处置方案		处置后的新债券				
	类型	处置比例	期限（年）	本金抵押	利率		
					1-5 年	6-10 年	11-30 年
方案一	置换	等额	30	30 年 AAA 无息债券	4%	4.5%	5%
方案二	续期	等额	30	30 年 AAA 无息债券	4%	4.5%	5%
方案三	置换	折减 20%	30	30 年 AAA 无息债券	6%	6.5%	6.8%
方案四	置换	折减 20%	15	抵押额为本金损失的 80%，上限不超过新债券票面价值的 40%	5.9%	5.9%	5.9%

数据来源：欧盟委员会，中债资信整理

根据 IMF 与欧盟的计划，在其中的 2011-2014 年间，针对希腊债务问题的私人部门参与计划总额为 540 亿欧元。因此在 2011-2014 年间，IMF 与欧盟代替希腊政府向私人部门偿还 168 亿欧元，因此在这期间希腊未按期偿付的私人部门债务为 372 亿欧元。根据表 3 中第三、第四两项方案，在债务置换过程中还需要折减 20%，因此，在加入各自占 67.5 亿欧元的两项折减额后，希腊在 2011 年至 2014 年间向私人部门违约总额为 507 亿元。需要说明的是，上述两个时间段内的违约金额是在 2011 年 9 月之前所披露的私人部门援助计划方案上基础上估算的，随着时间推移，援助计划可能出现一定的修改，因此私人部门实际违约金额也可能发生一定程度的变化。

表 3 私人部门参与方案（亿欧元）

	2011-2014	2011-2020
私人部门参与总额	540	1350
由 IMF 与欧盟代还私人部门的资金		-420
其中：2011-2014 年到期债券	-168	
方案三中 20% 的折减	67.5	67.5
方案四中 20% 的折减	67.5	67.5
希腊向私人部门违约总额	507	1065

资料来源：欧盟委员会，中债资信整理

由于欧盟宣布将尽快引入有私人部门参与的债务重组框架，这实质上意味着希腊政府很快将出现选择性违约。尽管希腊的选择性违约是切实解决欧元区的主权债务问题的第一步，但其可能造成的负面冲击不可小觑，希腊对公共债务的重组可能对欧元区内的金融体系和经济产生严重的负面影响，并加大欧元区各国主权债务问题的不确定性。

### （二）爱尔兰：债务问题取决于金融体系改革推进情况

危机前爱尔兰房地产行业在国内金融体系的支持下累积了大量的泡沫，在金融危机的沉重打击下，爱尔兰房地产泡沫破灭，金融体系流动性与资产状况迅速恶化，政府财政的可持续性也因此受到拖累。自从 2009 年开始银行体系国有化至 2010 年底，爱尔兰政府向盎格鲁爱尔兰银行（Anglo Irish Bank Corp）注资约 500 亿欧元，记入银行注资的财政赤字在 2010 年占财政赤字比例达到 32%。受此影响，爱尔兰政府的债务规模迅速膨胀，2009 年底中央政府债务为当年 GDP 的 47.1%。政府债务飙升旋即引起市场的恐慌，尽管当时爱尔兰政府宣布 2010 年的融资目标已经基本实现，但是在市场和欧盟的压力下仍不得不接受了欧盟和 IMF 的救助。

爱尔兰在 2010 年 11 月从欧盟和 IMF 两方面获取 800 亿的财政援助，基本能够覆盖本国银行业进行资本重组的资金需求。到目前为止，国内经济运行良好，正在由外部需求拉动而逐步复苏，银行重组工作仍在按计划稳步进行，尚未面临短期融资不足的情况。总体来看，由于在 IMF 和欧盟的援助下，政府债务可持续性较为稳定，因此爱尔兰主权债务危机已经告一段落。

爱尔兰政府计划在 2013 年脱离援助机制，回归债券市场，并筹集 12.4 亿欧元的债务滚动资金，这意味着爱尔兰政府还有一年多的时间来解决国内金融问题。由于国内银行体系改革进程决定市场信心走向，如果爱尔兰银行体系无法进行按计划的重组，财政紧缩措施不能按照计划完成，则政府在 2013 年很难回归市场融资，这也将意味着爱尔兰重返债务危机，并要求额外的财政援助措施。

### （三）葡萄牙：财政紧缩计划刚刚启动，前景尚不明朗

自 2006 年以来，葡萄牙的社保体系改革使社会转移支出规模逐步下降，缓解了财政赤字局面，财政赤字从 2006 年的 -3.9% 降至 2008 年的 -2.7%。然而，在全球金融危机的冲击之下，葡萄牙财政状况再次恶化，2009 年政府税收和社保收入急剧减少，同比降幅达到 11%，占 GDP 的比率分别由 2008 年的 24.5%、12.9% 下降至 2009 年的 21.8%、11.9%。同时，政府财政支出规模持续扩大。截至 2009 年末，葡萄牙中央政府债务与 GDP 比率约为 75.8%。

为防止希腊主权债务危机向国内传染，葡萄牙苏格拉底政府自 2010 年开始启动紧缩性的财政改革，一方面扩大社会保障收入，另一方面将公共投资、教育基础设施建设以及事业救助支出不断紧缩。但由于提交的经济紧缩计划遭到议会否决，苏格拉底政府失去了继续进行财政改革的立法条件，因此，苏格拉底在 2011 年 3 月份被迫宣布辞职。辞职两周后，葡

葡萄牙正式向欧盟提出援助请求，成为继希腊和爱尔兰之后第三个因不堪债务重负而被迫寻求外援的欧元区国家。

从提出援助请求到目前为止，葡萄牙国内经济运行相对稳定。国内金融稳定性相对较高，欧洲金融实体的压力测试结果显示，葡萄牙不存在金融机构未能达到资本充足率标准的情况。然而，葡萄牙需要在 2013 年回归市场融资，并获取 10 亿欧元的市场融资资金，目前政府刚刚开始经济和财政调整计划，鉴于结构性的财政赤字现状，预计短期内葡萄牙政府财政状况难以得到充分改善。同时，由于经济的同质性较强，葡萄牙政府债券收益率与希腊国债收益率具有更高的同步性，近期内则出现跳升的情况，10 年期政府债券收益率已上升至 12%。为了能将债务收益率降低到合理的水平，葡萄牙的财政巩固措施需按计划完成，否则，其则在 2013 年重返国际债券市场仍将面临极大的不确定性。

#### (四) 意大利：负债率攀升构成威胁，但财政改革前景相对乐观

一直以来，意大利政府的债务规模都处于较高水平。2005~2008 年间，财政整顿使各级政府债务总规模缓慢增长，债务占 GDP 的比率基本维持在 105% 左右，在欧元区国家中基本处于最高水平。金融危机以来，意大利政府债务规模大幅增加。2009 年年底意大利各级政府债务余额达到 GDP 的 115.1%，2010 年末进一步上升至 117.3% 左右。

尽管意大利经济从 2009 年第三季度开始恢复增长，但复苏基础很不牢固：出口并没有显现出明显的增长趋势；劳动力市场继续恶化，居民购买耐用品的倾向仍很低，企业投资意愿不足，国内需求没有明显好转。随着近期欧元区边缘国家财务状况日趋严峻，意大利政府的债务融资能力也受到一定程度的压抑，政府在 7 月 14 日成功实现扩大政府债券招标金额，但不得不接受较高的融资利率。7 月中旬后，意大利议会通过了一项旨在 2014 年恢复财政平衡的预算紧缩法案，贝卢斯科尼政府打算在 2011 年实现初级财政平衡，在此影响之下，预计在 2012 年后政府负债率将逐年减少，但年内公共债务攀升至 GDP 的 120% 已不可避免。目前，意大利政府已作好准备实施更为克制的财政支出方案，虽然负债率不容乐观，但如果未来贝卢斯科尼政府能够保持财政紧缩，则意大利财政问题在短期内仍处于可控的范围之内。

意大利的优势在于较为稳定的银行体系，银行具有相对强大的存款基础，在全球经济危机的动荡时期，意大利经济没有遭受任何重大冲击，因此在短期内出现大规模银行危机的风险较低。尽管如此，如果希腊危机延长，意大利政府债券的收益率将会出现继续攀升的局面，如果出现这样的情况，则不仅政府财政负担将进一步增加，还可能会传导至意大利国内金融机构的资金链上，造成流动性枯竭，从而引发更为严重的金融问题。

#### (五) 西班牙：地方政府债务、银行体系问题并行

长期以来，西班牙政府财政状况良好，债务水平适中，但金融危机爆发后，融资需求增大，债务规模迅速攀升。截至 2009 年年底，各级政府债务规模占 GDP 比重从危机前的 36.2% 大幅升至 74.0%，其中，中央政府债务余额为 4754 亿欧元，约占 GDP 的 45.2%。2010 年中央政府到期债务总额高达 977 亿欧元。

各级政府财政赤字仍将继续扩大。西班牙政府虽然继续推行经济刺激计划并进行税收改革，但对于财政状况的急剧恶化，仍缺乏整顿财政的有效措施。西班牙政府计划在年内将其一般性政府财政赤字限制在占 GDP 6% 的水平，但部分自治州政府的财政赤字已超出了初步计划范围。西班牙地方政府在 2011 财年的赤字目标是保持在 GDP 的 1.3% 之内，但到目前为止，有七个州难以达到预定目标，而这七个州的名义 GDP 约占 2010 年西班牙 GDP 总量的 49.3%，这意味着在一般政府层面财政赤字扩大的局面已经不可避免。当前萨帕特罗政府没有放弃财政紧缩的立场，年内西班牙政府或将引入额外的财政整合计划以达到削减赤字的目标。

国内银行体系问题依然突出。在7月15日公布的欧洲银行压力测试结果中，西班牙有五家银行被确定为资本充足率不足。但西班牙方面认为这些银行并不再需要额外注资，政府和中央银行将继续通过合并重组储蓄银行的方式整顿金融体系，短期内金融体系出现不稳定的可能性并不高。不过，如果政府债券的利率继续因希腊危机的反复和各州政府的财政困境而上升，则可能会对西班牙国内金融机构资金链产生负面影响，并拖累经济复苏。

西班牙原有经济增长引擎建筑和房地产业难以在短期内恢复到危机前的繁荣，这不仅会延缓经济复苏，减少政府财政收入，还会造成更严重的失业问题。对于经济结构相对单一的西班牙而言，当前高于20%的失业率无法被劳动力市场消化，必将给政府和社会带来沉重压力。政府筹集的失业救助金，以及为创造更多就业岗位而增加的财政支出将进一步恶化已面临较高风险的公共财政。

综上所述，尽管到目前为止，意大利和西班牙被拖入严重的债务危机的可能性依然较低，但是最近在意大利和西班牙的政府债券收益率与国债CDS价格大幅上升（图3与图4）正是投资者对此类风险的反映。如果欧盟继续向希腊提供的援助方案不能根本性地解决债务问题，则这场危机将不仅仅停留在葡萄牙和爱尔兰，而且会很快扩散至意大利和西班牙，这必将粉碎任何可以遏制欧洲主权债务危机的希望。另一方面，由于爱尔兰和葡萄牙正在接受相关的财政援助计划，因此针对希腊的援助计划是否顺利直接影响爱尔兰和葡萄牙能否按期回归市场融资，而能否回归市场融资正是判断危机国家是否摆脱主权债务危机的重要标准。由此可见，作为抵御债务危机进一步恶化的最后一道屏障，援助计划的有效性已成为短期内决定欧洲危机走势的指向标。为更为准确的判断主权债务危机走势，对援助机制进行系统性的研究显得尤为重要。



图3 危机五国10年期国债收益率

资料来源：彭博

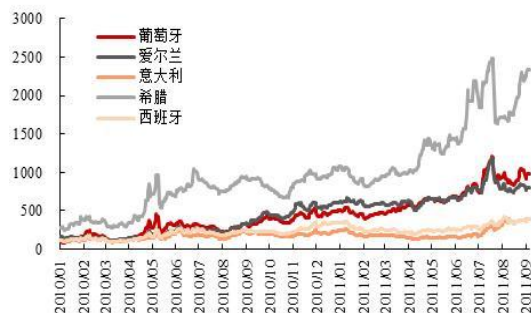


图4 危机五国5年期国债CDS价格走势-BP

资料来源：彭博

## 二、欧洲债务危机援助计划

出于对道德风险的考虑，为防止由欧盟对危机国家提供援助会导致其他国家的效仿，加重核心成员国的财政负担，《马斯特里赫特条约》第103条第1款规定，“欧盟和欧元区不承担成员国政府出现危机时的援助义务”。因此，欧元区在成立之初就没有建立相应的金融稳定和危机防范机制。自希腊政府在2009年10月披露政府债务危机问题以后，由于没有及时对希腊债务危机做出反应，希腊债务危机迅速向周边国家蔓延，2010年5月，鉴于主权债务危机迅速扩散，欧盟放弃对《马斯特里赫特条约》的坚持，迈出了救助希腊的第一步。到目前为止，欧盟、IMF与欧洲央行已形成针对希腊和其他危机国家的多层次、多期限结构的援助机制。具体来看，除了上文中提到的两轮针对希腊的援助方案之外，欧盟的援助框架包括以下几个方面：

一是欧央行提供的证券市场计划（Securities Markets Program, SMP）。作为以货币政策

影响为途径的援助机制，欧洲中央银行通过购买危机国家符合相关条件的国债、扩大央行资产负债表的方式向欧洲国债市场提供流动性，以求达到稳定投资者信心、抑制债务危机的目的。通过 SMP，欧央行目前持有的债券存量总额已超过 1000 亿欧元。

二是 7500 亿援助计划（图 5 中黄色线框），这是欧盟与 IMF 为防范欧元区出现系统性的财政风险，首次联合提供的援助基金。其中，IMF 提供 2500 亿欧元的备用资金，其运作机制与之前针对希腊的援助计划相似。欧盟则通过欧洲金融稳定设施（EFSF）提供 4400 亿欧元的担保资金，通过欧洲金融稳定基金（EFSM）提供 600 亿欧元的援助资金，三项总规模为 7500 亿欧元。由于 EFSF 存在 1900 亿欧元的信用增进成本，因此实际可用的资金为 2500 亿左右，整体 7500 欧元的援助计划实际上可提供的资金总额为 5600 亿欧元。

三是欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM）。所谓欧洲稳定机制，实质上是将 EFSF 的机制长期化，在欧元区范围之内形成具有 IMF 职能的长效机制，从而保障各国金融稳定。ESM 将从 2013 年中期 EFSF 存续期结束后开始实施，预计总规模将达到 7000 亿欧元，实际可提供贷款规模为 5000 亿欧元。

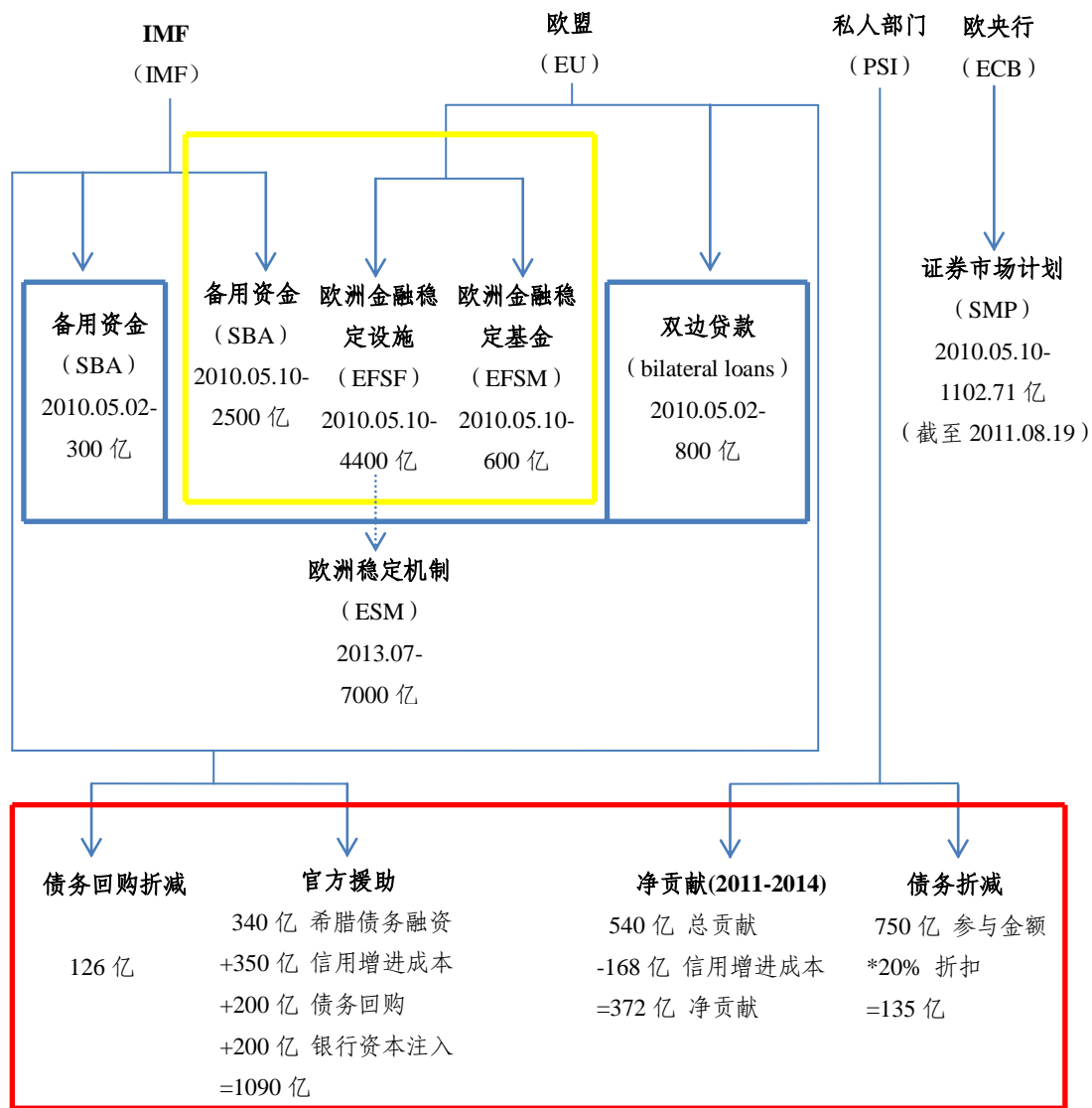


图 5 欧洲债务危机救援方案框架图

注：图中数字单位为“亿欧元”。蓝色线框表示 IMF 与欧盟对希腊的第一轮援助计划；黄色线框表示欧盟与 IMF 的 7500 亿欧元援助计划；红色线框表示欧盟、IMF 与私营部门对希腊的第二轮援助计划。  
资料来源：欧盟委员会、路透社。

由上图可见，主权债务危机的各项援助机制，从融资形式上看，既包括类似于信贷支持的直接融资方式、也包括类似于结构化产品的间接融资方式；从资金来源上看，既包括通过双边和多边形式为主的官方援助机制，也包括以债务重组形式为主的私人部门援助措施；从时效性看，既包括短期援助计划，又包括长期援助机制。为更为清晰地了解各种机制之间的关系和差别，有必要将其一一梳理，并根据重要性，对某些援助机制做出更为详细的解读。

### (一) 证券市场计划

证券市场计划并非直接针对欧元区政府债务问题而设置。但是，作为支持解决债务危机的货币政策手段，欧央行实施的证券市场计划允许欧央行在二级市场购买由欧元区成员国中央政府及公共部门发行的以欧元计价的债券。这就为相关国家的主权债券持有人获得流动性提供了可能，从而确保了二级市场上危机国家国债收益率的稳定，增强了投资者信心。目前，



证券市场计划还在实施当中，截止 2011 年 8 月 19 日的债券存量总额为 1102.71 亿欧元。

## (二) 7500 亿援助计划

随着希腊债务问题的恶化，为防止希腊主权债务危机向周边国家扩散，欧盟与 IMF 联合对欧元区成员国推出总额达 7500 亿欧元的财政风险防范机制。其中，4400 亿欧元将通过欧盟金融稳定设施 (EFSF) 由欧元区国家根据相互间协议提供，为期三年；600 亿欧元为欧盟金融稳定机制 (EFSM) 以欧盟《里斯本条约》相关条款为基础，欧盟成员国提供担保，由欧盟委员会从金融市场上发债来筹集；2500 亿欧元由 IMF 提供。

### 1. 欧洲金融稳定设施

作为稳定欧元区国债市场的基石，欧洲金融稳定设施的任务是，在市场出现扭曲时向欧元区的十六个成员国政府提供融资以稳定金融市场。EFSF 通过政府间协议的方式，确认了在欧元区国家出现资本市场融资困难时提供必要的担保资金支持，其设计初衷是为了增强欧元区国债市场投资者信心，从而抑制欧元区成员国的融资成本。因此，如果它的成立能达到这个目标，实际上 EFSF 本身不需要发行债券，在这种情况下，EFSF 自身的存在即可以保障欧元区国家在资本市场进行融资。EFSF 成立时设定了有限的存续期，约定在 2013 年后终止向任何成员国提供新的贷款。但如果欧元区国债市场状况仍然不稳定，EFSF 机制的存续期可能进行必要的延长。

#### (1) EFSF 的信用结构

EFSF 在欧元区成员国申请借款后在资本市场发行债券，并将发债所得资金转借主权借款人。根据建立 EFSF 的相关协议，欧元区每个成员将提供无条件的、不可撤销的、占被担保资金 120% 的超额担保，每个担保国（希腊除外，作为危机国，希腊不参加 EFSF 的担保方案）的担保份额比例根据该国在欧洲中央银行认缴资本比例确定（表 4）。

表 4 各国担保资金总额、比例以及主权信用评级

国家	承诺担保金额 (百万欧元)	各国在欧洲中央银行 所持资本比率	穆迪级别	标准普尔级别
比利时	15,292.18	3.475495455%	Aa1	AA+
<b>德国</b>	<b>119,390.07</b>	<b>27.13410682%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
爱尔兰	7,002.40	1.591454545%	Ba1	BBB+
西班牙	52,352.51	11.89829773%	Aa2	AA
<b>法国</b>	<b>89,657.45</b>	<b>20.37669318%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
意大利	78,784.72	17.90561818%	Aa2	A+
塞浦路斯	863.09	0.196156818%	Baa1	BBB+
<b>卢森堡</b>	<b>1,101.39</b>	<b>0.250315909%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
马耳他	398.44	0.090554545%	A2	A
<b>荷兰</b>	<b>25,143.58</b>	<b>5.71445%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
<b>奥地利</b>	<b>12,241.43</b>	<b>2.782143182%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
葡萄牙	11,035.38	2.508040909%	Ba2	BBB-
斯洛文尼亚	2,072.92	0.471118182%	Aa2	AA
斯洛伐克	4,371.54	0.993531818%	A1	A+
<b>芬兰</b>	<b>7,905.20</b>	<b>1.796636364%</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
希腊	12,387.70	2.815386364%	Ca	CC
担保资金总额/比例	440,000	100%	-	-

标普 AAA 级担保债务总额	255439.1	58.05435%	-	-
----------------	----------	-----------	---	---

数据来源：欧洲中央银行

## （2）EFSF 的运行机制

作为第一轮欧洲主权债务危机后创立的特殊担保机制，EFSF 是一种类结构化金融产品的债务工具，并且具有鲜明的独特性和不可复制性。因尚未有其他债务工具与 EFSF 可比，作为个案，标准普尔、穆迪、惠誉针对 EFSF 的设计机制进行了分析，并赋予其 AAA 级的信用级别。

根据 EFSF 的规则，由 EFSF 在发行债务筹资转贷给融资国时，将扣除占贷款本金 0.5% 的贷款服务费，并根据 EFSF 转贷利润的净现值扣除一部分资金。扣除这两项作为现金储备（Cash Reserve）将成为信用增级方式之一，支持所有 EFSF 的债券偿还。EFSF 强制规定此部分储备投资于三大评级机构确认的 AAA 级的机构债券和政府债券之上。

除了现金储备，EFSF 机制还建立了现金缓冲区（Cash Buffer）机制，现金缓冲区额度由融资国所获得的资金中超过 AAA 级国家担保覆盖之外的资金额度确定，以此来确保融资国的融资资金完全被 AAA 级国家的担保额度所覆盖，该缓冲区资金也将投资在三大评级机构认定的 AAA 级评级的债券之上。

EFSF 规定，所有借款国的贷款必须确保被 AAA 级国家的担保额进行 100% 的全额覆盖，AAA 级国家具体包括德国、法国、荷兰、奥地利、芬兰和卢森堡。

## （3）EFSF 的实际贷款规模

通过将希腊从 EFSF 的计划中调整（减去希腊 148.644 亿的份额），并核算超额担保（除以 120%），我们计算出 EFSF 框架的担保总额可以达到 3500 亿欧元左右。然而，在建立初期 EFSF 即规定，所有借款国的贷款必须确保被 AAA 级国家的担保总额进行 100% 的覆盖。依据标准普尔发布的 AAA 级别国家确认其担保资金来源的核心国家，则分别为德国、法国、荷兰、奥地利、芬兰以及卢森堡六国，根据欧洲央行相应的股本比例，以上六国在 EFSF 担保资金占可发行的 3500 亿资金总额的 69.6%，因此，现实中的 EFSF 融资规模在 2500 亿欧元左右。此外，根据 EFSF 的政策，因借款政府不能成为担保方，且 EFSF 将从本金中扣除现金缓冲区和现金储备，因此，融资国获得的资金总额将进一步降低，具体额度取决于未来申请融资国家的个数，以及相应扣除的担保比例。

## （4）EFSF 机制的偿债顺序

如图 6 所示，在偿债序列上，发行到期的 EFSF 债券在第一时间由所得款项之借方偿还，倘若一个或更多的借款国违约，根据 EFSF 的政策规定，EFSF 相关的主权担保方将偿还相应债务。如果相应债务偿还不足，EFSF 将动用现金缓冲区资金偿还债务，如果仍有不足，剩下的将由现金储备补齐。在之前应对希腊危机的时候，EFSF 并没有发挥作用。EFSF 真正起作用是在对爱尔兰的援助。迄今为止 EFSF 共发行了三次债券，其中 2011 年 1 月第一次发行债券，2011 年 6 月份发行了两次债券，三次债券发行总计 100 亿。

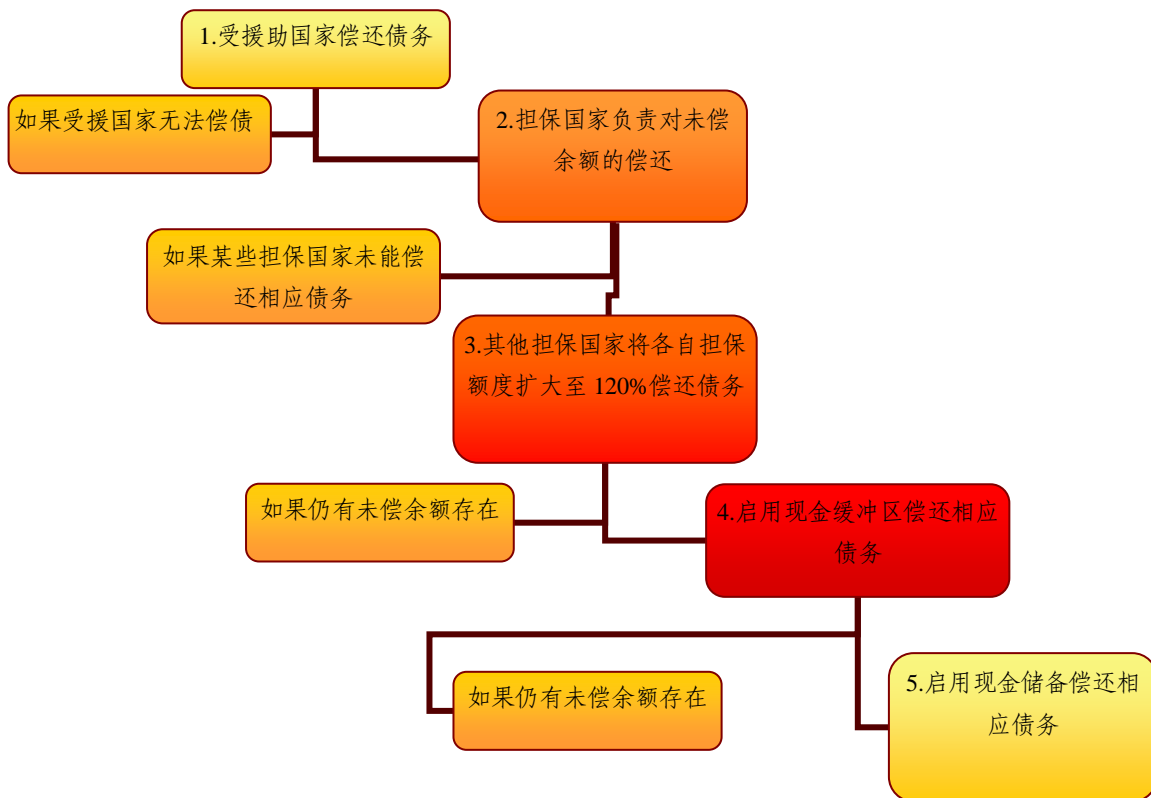


图 6 EFSF 偿债序列示意图

## 2. 欧洲金融稳定基金（EFSM）

EFSM 允许欧盟委员会代表欧盟，以欧盟预算作为担保在金融市场上融资，然后再将筹集到的资金转借给受援国家，EFSF 的规模总额为 600 亿欧元。其运行机制与欧盟所设立的为非欧元区国家提供经常账户援助（Balance-of-Payment Assistance<sup>①</sup>）的运行机制基本一致。

### （三） 欧盟稳定机制

EFSF 仅仅是一项临时安排，由于缺乏法律基础，EFSF 将在 2013 年中期自动到期。为了将金融稳定机制长效化，2010 年末欧洲理事会修改了《欧洲联盟运行条约》，在 136 条中加入“欧元区成员国可以建立一个稳定机制，为维护欧元区整体的稳定，在必要时可以激活该机制。该机制下的金融援助的授予将受到严格条件的限制”的内容，这就为欧元区设立永久性的危机应对基础提供了法律支持。欧元区财长会议决定于 2013 年中期设立欧洲稳定机制。ESM 可提供的融资规模将达到 5000 亿欧元。

为使其在提供 5000 亿欧元贷款的情况下仍能保持 AAA 评级，ESM 总规模将达到 7000 亿欧元。各成员国的出资比例及份额具体见表 5。在 800 亿欧元的预付资本之外，剩余的 6200 亿资本由各国政府在预付资本耗尽时提供。与现有的临时性救助机制 EFSF 最大的区别在于，这项新的永久性救助机制 ESM 要求欧元区 17 个成员国筹集总额 800 亿欧元的预付现金，而 EFSF 仅仅依赖贷款担保机制，并不要求各国拿出现金。ESM 贷款的利率为常规融资成本加上 2 个百分点，贷款期限在三年以上的，利率将再提高 1 个百分点。

<sup>①</sup> Balance-of-Payment Assistance 是欧盟向其非欧元区成员国提供的，用于解决国际收支失衡问题的中长期援助机制。该机制主要目的在于维护成员国外部流动性稳定，一般用于准备加入欧元区、采用盯住欧元汇率制度的成员国。

表 5 ESM 各国出资比例及份额

国家	央行股份 (%)	资金 (亿欧元)	国家	央行股份 (%)	资金
德国	27.1	1900.2	芬兰	1.8	125.8
法国	20.4	1427.0	爱尔兰	1.6	111.5
意大利	17.9	1254.0	斯洛伐克	0.8	57.7
西班牙	11.9	833.3	斯洛文尼亚	0.4	29.9
荷兰	5.7	400.2	卢森堡	0.3	17.5
比利时	3.5	243.4	塞浦路斯	0.2	13.7
希腊	2.8	197.2	爱沙尼亚	0.2	13.0
奥地利	2.8	194.9	马耳他	0.1	5.1
葡萄牙	2.5	175.6	-	-	-
总计	-	-	-	100.0	7000

资料来源：欧盟理事会

### 三、援助机制对危机国家融资保障能力的分析

根据各项援助方案，我们测算了针对欧洲主权债务危机的各个方面援助资金的实际总规模，具体见表 6。排除代表希腊选择性违约的私人部门 (PSI) 以及 2013 年中期开始运行的欧洲稳定机制 (ESM)，**2014 年前欧盟、IMF 等官方实际援助规模为 7916 (表 6 中, 5116+2800) 亿欧元；将希腊私人部门参与计划 (507) 计算在内，援助规模将达到 8423 (7916+507) 亿欧元。**在 2014 年之后，欧洲稳定机制还可以提供 5000 亿美元的救助资金，因此，在 2020 年前欧盟与 IMF 等官方援助规模总计将达到 12916 (7916+5000) 亿元，而私人参与部门还将在 2014-2020 年提供 556 亿欧元的“净贡献”，考虑到这两项的援助金额，截止 2020 年的实际救助规模将达到 13979 (8423+5000+556) 亿欧元。

表 6 实际援助规模 (亿欧元)

救助方案	欧盟				IMF			私人部门			实际规模总计
	具体项目	总规模	扣除	实际规模	总规模	扣除	实际规模	总规模	扣除	实际规模	
第一轮援助希腊		800		800	300		300				1100
7500 亿欧元	EFSF	4400	-1900	2500	2500		2500				5000
	EFSM	600		600							600
第二轮援助希腊	救助资金	1090		1090				540	-168	372	1462
	债务减让	126		126				135		135	261
<b>2014 年前总计</b>		<b>7016</b>	<b>-1900</b>	<b>5116</b>	<b>2800</b>		<b>2800</b>	<b>675</b>	<b>-168</b>	<b>507</b>	<b>8423</b>
欧洲稳定机制	ESM	7000	-2000	5000							5000
私人部门	2014-2020							810	-254	556	556
<b>2020 前总计</b>		<b>14016</b>	<b>-3900</b>	<b>10116</b>	<b>2800</b>		<b>2800</b>	<b>1485</b>	<b>-422</b>	<b>1063</b>	<b>13979</b>

资料来源：中债资信整理

根据相关国家未来两年的融资需求，我们对现有的救援资金能否覆盖各国融资需求做了情景预测。由于针对希腊的两轮援助已完全覆盖其 2014 年之前的融资需求，我们主要分析现有的 5600 亿实际援助规模能否覆盖其他四国的融资需求（表 7）。考虑到葡萄牙与爱尔兰已经接受援助，我们假设其在 2013 年底之前仍需要接受援助，而西班牙与意大利则假设在 2011 年不提出援助申请。2012 年与 2013 年的情形具体如下：

1、2012 年的情形。葡萄牙、西班牙、爱尔兰与意大利四国中，无论任何国家出现再融资风险，或以上各国同时出现资金链断裂，当前的援助机制均可覆盖所有的融资需求。具体而言，葡萄牙与爱尔兰 2011-2012 年的融资需求为 709.9 亿欧元；如果 2012 年西班牙与意大利也提出援助申请，则两国共需融资 3296.8 亿欧元；四国共需融资 4006.7 亿欧元，现有的援助规模完全可以覆盖。（图 7）

2、2013 年的情形。在多数情形下，目前的融资规模基本可以覆盖四国的债务融资总规模。具体而言，葡萄牙与爱尔兰 2011-2013 年的融资需求为 848.3 亿欧元；分别考虑 2012、2013 年西班牙与意大利是否提出申请，共有 16 种情形，不同情形下四个国家的融资需求总规模见表 8。只有在三种情形下（表 8 中红色底纹），目前的融资规模难以覆盖四国的债务融资总规模，三种情况具体分别为：

（1）如果意大利与西班牙在 2012 年均提出申请，2013 两国继续提出申请，则葡萄牙、爱尔兰、意大利与西班牙四国融资需求总量为 6711.8 亿欧元，超过目前的援助规模。

（2）如果意大利与西班牙在 2012 年均提出申请，2013 年意大利继续提出申请，西班牙回归市场融资，则葡萄牙、爱尔兰、意大利与西班牙四国融资需求总量为 5891.8 亿欧元，超过目前的援助规模。

（3）如果意大利在 2012、2013 年均提出申请，2012 年西班牙不提出申请，但在 2013 年提出申请，则葡萄牙、爱尔兰、意大利与西班牙四国融资需求总量为 5793.5 亿欧元，超过目前的援助规模。

上述三种情形可以归纳为：如果意大利连续两年提出援助申请，并且西班牙在 2012 年或 2013 年只要有一年提出援助申请，目前的援助规模都将难以覆盖四国的债务融资总规模。但一般而言，危机国家一旦步入援助机制，在第二年很难脱离援助回归市场融资。因此，如果意大利在 2012 年一旦步入援助机制，则除非在 2012、2013 两年西班牙债务可持续性完全可以自理不需要援助，否则欧盟与 IMF 援助机制将面临巨大挑战。

表 7 2013 年前五国的融资需求及资金供给

		融资需求		资金供给	
		2011-2013	2012-2013		
希腊	希腊	1207.87	805.52	第一轮援助	1100
				第二轮援助	1723
	总计	1207.87	805.52	-	2823
其他四国	爱尔兰	351.14	197.47	EFSM	600
	葡萄牙	472.27	281.33	EFSF	2500
	西班牙	2339.68	1738.28	IMF	2500
	意大利	4906.56	4025.21	-	-
	总计	8069.65	<b>6242.29</b>	-	<b>5600</b>
五国总计	总计	9277.52	7047.81		8423

资料来源：路透、欧盟委员会，中债资信整

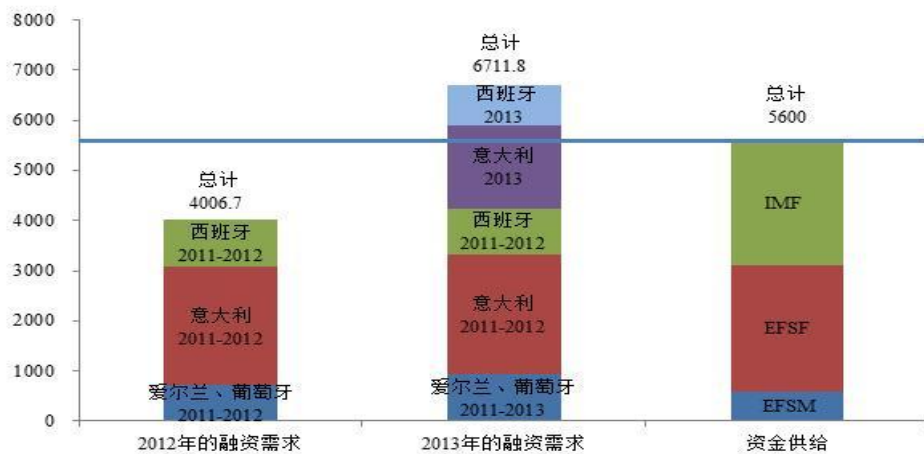


图7 欧洲债务危机走势关键看意大利 (亿欧元)

资料来源：路透、欧盟委员会，中债资信整理

表8 2013年当年危机国家融资总需求的情景分析 (亿欧元)

		2012 申请		2012 不申请	
		2013 申请	2013 不申请	2013 申请	2013 不申请
意大利	2012 申请	6711.8	5891.8	5793.5	4973.5
	2012 不申请	5065.1	4245.1	4146.8	3326.8
西班牙	2012 申请	4333.3	3513.3	3415.0	2595.0
	2012 不申请	2686.6	1866.6	1768.3	948.3

资料来源：彭博，中债资信整理

需要说明的是，本文仅从援助机制对各国再融资需求覆盖的角度上解析欧洲主权债务危机的短期前景，而其他可能左右危机走势的相关因素并未考虑在内。事实上，欧洲主权债务危机的走向不仅取决于欧元区援助机制的有效性，还取决于危机国家结构性改革的进展、欧元区各国国家利益的博弈以及欧元区财政体制改革等深层次问题。由于各方面因素相互盘结，关系错综复杂，因此危机的发展前景目前尚不明朗，短期内其走势仍存在极大的不确定性。

---

**免责声明：**本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于该等公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人作出证券买卖出价或询价的依据。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。

---