



# 欧洲主权债务危机中“政府偿债意愿”的影响因素分析

专题报告 2011年第8期 总第8期

## 研究开发部

于国龙

电话: 010-88090060

邮件: yuguolong@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](http://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

愈演愈烈的欧洲主权债务危机被公认为影响明年全球经济运行的最大风险来源，因此危机的未来走势自然成为各国政府、研究机构与投资者关注的焦点。对于主权国家而言，由于没有任何力量能够强制其偿还债务，因此政府自身的偿债意愿对于主权债务的信用风险分析至关重要。由于各国政治体制安排存在一定的差异，对不同国家政府偿债意愿的影响也不尽相同。本文尝试以政府偿债意愿的分析逻辑为切入点，分析一国政治体制安排如何影响政府偿债意愿，并结合欧债危机国家的政治现状，对其政府偿债意愿进行解读，并对未来发展态势进行探讨。

## 一、主权政府偿债意愿的分析框架

对政府偿债意愿的分析是考察主权信用质量的重要基础，把握危机国家的政府偿债意愿变化，对判断主权债务危机发展趋势具有重要意义。而判断政府偿债意愿一直是主权信用评级中的难点，原因在于政府的偿债意愿受多方面因素的综合影响，难以通过固定的指标刻画和比较。在当前三大评级机构的主权评级方法中，一般使用“对产权的尊重程度”作为判断主权偿债意愿的主要衡量标准，其理论依据在于一国的法律框架对产权保护程度越高，则政府出现恶意违约所需付出的政治成本越高。然而，上述指标因风险揭示能力不足、未能在主权债务危机中有效反映危机政府偿债意愿的变化而备受争议。本文中我们尝试从政府决策过程中成本收益的角度建立分析框架，探讨政治体制安排对偿债意愿的影响路径，进而为研究政府偿债意愿提供新的分析视角。

政府的决策过程实质上是对实施某一项政策的成本收益进行分析的过程，而在政府是否选择偿还债务的决策中，理性的政府行为是比较履行偿债义务的成本收益与不履行偿债义务的成本收益。具体来看，根据唐斯的理性政治人理论，执政党的最终目标是保持执政地位，而在债务危机中，执政党控制下的中央政府决策的核心目标是如何通过各种政策组合平抑债务危机。由于执政党的最终目标与债务危机中的阶段性目标并不统一，因此，理性的政府将对“积极执

行财政紧缩政策进而维护偿债意愿”与“消极执行财政紧缩政策进而维护执政地位”分别进行成本收益分析，最后做出净收益最大化的选择：

选择积极执行财政紧缩政策，能够获得的收益是维持政府信誉以及在国际债券市场上的融资渠道，需要付出的成本是政府面临较大的倒阁风险，主要原因在于财政整固的相关措施将导致税收收入提高以及福利性支出减少，有损于民众利益，因此容易被反对派利用民意攻击，进而导致政府更迭。

选择消极执行财政紧缩政策，在任政府的收益是能够显著减缓财政整固措施所带来的社会压力，有利于减轻反对党攻击，巩固执政地位，但需要付出的成本是形成在财政改革方面的“惰政思维”，而这在根本上意味着政府的偿债意愿不足，违约风险加大，进而损害国家的长期利益。

表 1 主权政府在危机过程中的成本收益分析

	收益	成本
积极执行财政紧缩政策	维持政府信誉及其在国际债券市场上的融资途径	政府面临较大的倒阁风险
消极执行财政紧缩政策	显著减缓财政整固措施所带来的社会压力，有利于减少反对党攻击，巩固执政地位	违约风险加大，损害国家长期利益

## 二、不同政治体制对主权政府偿债意愿的影响

在上面的分析框架中，政府在执行财政紧缩政策时面临的来自其他政党的阻力和由此产生的政治危机，是影响政府偿债意愿的重要因素。而不同政治体制下的政党对峙对政府偿债意愿的冲击存在一定差异，总体来说总统制政体下的政党对峙对政府偿债意愿冲击相对较弱，议会制政体下的政党对峙对政府偿债意愿影响相对较强，而在后者中不同的选举计票方式对政府偿债意愿的影响也存在差异。

总统制国家一般采用议会选举与总统选举分离并行的模式。如果某一政党获得总统选举和议会选举中的多数，则当选政府可以利用自己的执政党地位推动公共政策的通过。如果某一政党只获得总统选举的多数而在议会选举中只获得少数席位，则政府需要与国会反对派沟通，这种情况下政府的公共政策无法通过的可能性增加。尽管如此，由于政府首脑不需向议会负责，议会也无权对总统提出不信任案，因此在实际的政治运作中政府的执政地位较为稳定，发生主权债务危机时，由政党竞争导致政府更迭的可能性较低，执政党为保障偿债意愿而需付出的政治成本也相对较低。美国政府于 2011 年发生的主权债务危机是上述情况的范例，联邦政府债务上限因共和党在国会中的不合作态度而无法及时上调，但国会对相关议案的否决并未导致民主党政府失去执政地位，在不存在失去执政地位的顾虑下，政府与反对派的谈判能力较强，更有利于按政府意愿推动债务问题的解决。

议会制下政府执政根基的稳定性取决于执政党是否获得在议会中的主导地位。当执政党获得超过 50% 的议会席位而占据绝对优势时，执政党政府能够获得稳定的权力基础从而推进其构想的公共政策。当执政党无法获得绝对优势而只能获得相对优势时，为获取稳定的执政基础，执政党一般会与其他进入议会的小党组成联合政府共同执政。在发生主权债务危机时，如若主要执政党的政策不能获得联合执政的其他小党支持，则政府极易失去议会主导权，并将面临下野风险。

因此,小党派在政府形成之后的政策制定和执行上起到关键少数的作用,小党派的相对规模越大,其在议会中的议价能力越强,主要执政党推动财政紧缩政策所面临的掣肘就越突出。目前,欧洲主权债务危机国家的政治体制均为议会制政体,而大部分危机国家在议会选举后均出现了较之前更明显的政党离散化局面,由于执政党很难获得议会内绝对多数的支持,因此在与反对派讨论推进财政紧缩过程中,很容易因反对派提起不信任投票而失去执政地位。危机国家政府较弱的谈判能力,不利于按政府意愿推动债务问题的解决。

议会制国家多采用比例代表选举制<sup>①</sup>,而在比例代表制中不同的计票方式会使得议会中有效政党的数量和议席比例存在一定的差异。一般来说,使用D'Hondt法<sup>②</sup>计票有利于大党获得选票,使用最大残值法<sup>③</sup>计票则为小党派进入议会提供了较为有利的局面,因此,采用D'Hondt法计票的政府其执政党在议会内部的议价能力一般要高于采用最大残值法的政府,从而使得该国政治体制对政府偿债意愿的影响相对较小。

### 三、政治体制因素对欧债危机国家政府更迭及偿债意愿的影响

欧债危机国家均采用议会制,如前分析相对于美国为代表的总统制国家而言,其政府偿债意愿受政党竞争影响较大,而在这些欧债危机国家中,由于采用不同的选举计票方式,这些政府的偿债意愿受到政党竞争的影响也存在差异。葡萄牙与西班牙采用D'Hondt法,意大利采用最大残值法,希腊采用比例代表制与多数代表制相结合的方式,但其实质仍类似于最大残值法。希腊与意大利两国因采用最大残值法计票,因此在议会选举中更易产生多党离散化的局面,而葡萄牙、西班牙两国由于采取D'Hondt法,其议会中的政党离散化特征应在一定程度上弱于希腊与意大利,因此其政府在议会中具有相对强势地位,政府为维护偿债意愿所需付出的政治成本相对较小。

这四个国家由于都采取的是议会制,因此在解决债务问题过程中都面临了较大的政治阻力,从而导致政府相继更迭。其中,希腊、意大利两国在2011年11月中旬形成看守内阁形式的职能性联合政府;西班牙中右翼政党人民党在2011年11月下旬赢得议会选举的多数席位,而葡萄牙早在2011年6月份即实现了政权交替,中右翼社会民主党赢得大选,并与葡萄牙人民党联合执政。

但在这四个国家中,由于采取不同的计票方式,议会中的政党离散程度不同,导致政府在推进财政改革进程中面临的阻力大小不同,从而取得的财政改革成果也不一样。从图1和图2可以看出,葡萄牙与西班牙两国议会在2011年前的最近一次选举结果均呈现出D'Hondt选举法的相关特征,两国虽然没有出现政党以绝对优势执政的情况,但政党离散化程度并不突出。葡萄牙以社会民主党和人民党组成中右派联合政府;而西班牙则因政党刚性较强而出现悬浮议会<sup>④</sup>与悬挂政府的局面,由社会主义工人党独自组成少数派政府。由于议会内部的政党

<sup>①</sup> 总统制国家多采用多数代表制。

<sup>②</sup> D'Hondt法首先将各党按照得票数排列,然后用自然数1、2、3、4等依次除以各个政党所得票数,然后按照商数大小排列至于应当选议员名额相等为止。采用该方法计票有利于大党获取席位。

<sup>③</sup> 最大残值法按照选举商数分配议席,剩余的议席以残数来加以分配,获得残票最多的政党获得剩余的议席。采用该方法有利于小党获取席位。

<sup>④</sup> 悬浮议会是指单一政党在议会内未能获取超过50%的席位的情况,这种状况下形成的少数派政府称之为悬挂政府。

离散化程度较低，葡萄牙、西班牙两国政府在 2011 年推进的财政紧缩计划仍取得一定的成绩，财政紧缩总额占 GDP 比值分别达到 4% 和 2.5%。

图1：西班牙2008年3月议会选举结果

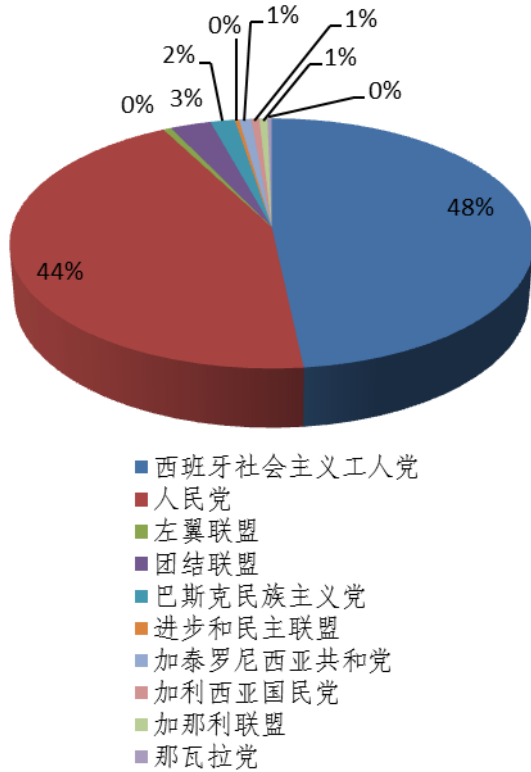
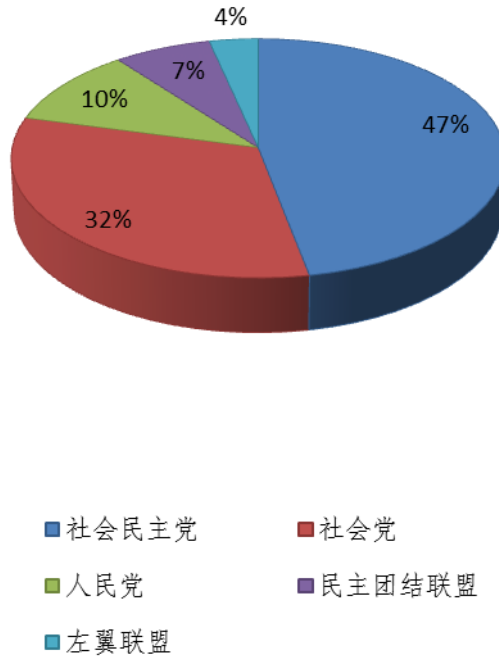


图2：2011年6月5日葡萄牙议会选举结果



从图 3 可以看出，采用最大残值法的意大利议会政党离散化程度在四个国家中最高，政府稳定性最为脆弱。而在图 4 中，同样采用最大残值法的希腊则出现了政党离散度最低的一党独大局面。其原因主要是因为希腊在选举中设置了 3% 的当选门槛，得票少于 3% 的政党无法进入议会，这在一定程度上控制了席位流失。然而，尽管帕潘德里欧获得一党独大的优势，但实质上并未加强对议会的控制力，由于泛希腊社会主义运动的政党刚性不强，财政整固措施导致党内矛盾加大，出现了部分议员脱党情况，最终导致帕潘德里欧失去议会信任而下台。总体来看，采用最大残值法的意大利和希腊两国在推进财政紧缩上取得的成果明显低于采用 D'Hondt 选举法的葡萄牙与西班牙，2011 年希腊和意大利政府财政赤字紧缩规模约为 GDP 的 0.6%，这在侧面反映出希腊、意大利两国政府在推动结构性改革时面临的内外部压力更大。由此表明，采用最大残值法选举的国家，其政府在维持偿债意愿方面所需要付出的政治成本要相对高于采用 D'Hondt 法选举的国家政府。

图3: 意大利2008年4月下议院选举结果

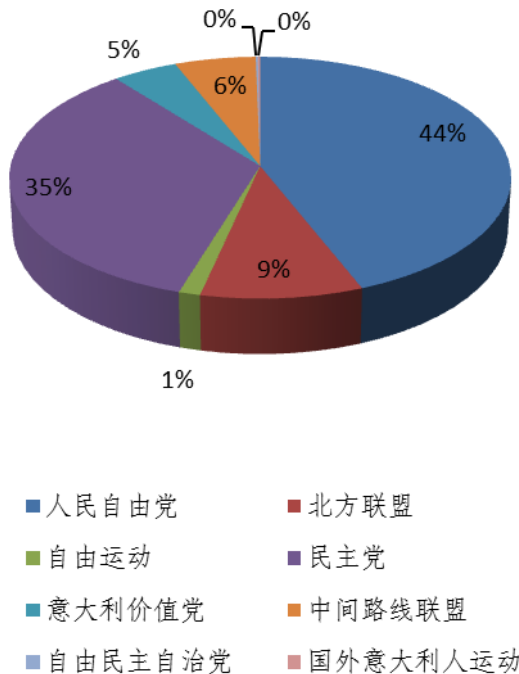
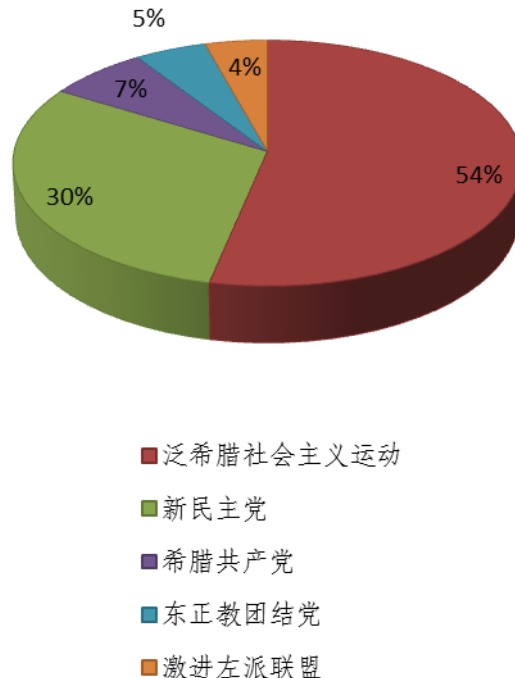


图4: 2009年10月希腊议会选举结果



#### 四、欧债危机国家政府偿债意愿前景分析

时至今日，陷入欧洲主权债务危机的国家均已确立了新一届政府，由于四国新一届议会内政党离散程度不同，因此其对未来政府偿债意愿的影响也存在一定的差异。

就葡萄牙与西班牙两国而言，当前两国执政的中右翼党派均实现了绝对多数的执政地位，选举结果总体上有利于维护稳定的执政基础。从当选原因上看，两国执政党均通过宣扬采取“与上届政府不同”的改革方案，获得了大部分选民的支持。由于葡萄牙、西班牙两国新一届议会中反对党议价能力较低，执政党在议会中的执政基础相对稳固，因此目前的政治环境比较有利于推进结构性改革。在此背景之下，执政党偿债意愿的决定因素已从政党外部转移至执政党内部，如果执政党内部组织的刚性不强，则财政整固措施引发的社会反对声浪极易推动党内矛盾升级，可能导致类似于希腊发生的当选议员倒戈事件。如果出现上述局面，则不仅意味着相关财政紧缩政策在立法层面的迟滞以及在执行层面的失效，同时也将提高政府维持偿债意愿的机会成本。因此，在未来中短期内，葡萄牙、西班牙两国执政党的党内团结程度将成为左右其政府偿债信用的关键因素。

就希腊、意大利两国而言，联合政府短期内有利于保障偿债意愿，但在明年选举后仍存在极大的不确定性。从短期看，当前希腊、意大利两国由技术性官僚组成的、仅致力于解决相关议题的看守内阁，一方面由于脱离意识形态色彩而能够被议会内部各方面利益集团所容纳，有利于在议会内部获得全面支持；另一方面由于技术官僚大部分出身于经济金融领域，专业性可能会在一定程度上降低财政紧缩政策对民众利益的冲击，进而获得更为广泛的社会包容和理解，降低反

对势力的政治勒索能力。上述两方面意味着与前期相比，希腊、意大利两国的联合政府目前为实现财政整固计划需要付出的政治成本更少，因而政府履行偿债意愿的机会成本降低，有利于保障政府偿债意愿。然而作为过渡政府，两国看守内阁的政治经济权力较小，政府职能并不完善，需要在不久的将来向全职政府回归，目前两国已定于 2012 年 2 月举行提前大选。与葡萄牙、西班牙的情况不同，希腊与意大利在经过前期痛苦的结构性改革过程之后，经济矛盾突出、社会压力更大。从历史上看，巴尔干半岛与亚平宁半岛在社会压力加剧的环境下往往会导致极端情绪抬头，因此对于两国说，在下界选举中位于政治光谱两端的极端小党可能会进一步吸纳大党的选票，强化议会政党分离化的程度，降低政党彼此之间的合作意愿。因此，从中期看希腊、意大利两国更易形成悬浮议会与悬挂政府的局面，这也将意味着当选执政党推进财政紧缩政策的政治成本将更高，两国政府偿债意愿也将面临更大挑战。

---

**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做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。

---