

欧债危机性质研究： 透过救助效果反观危机性质

蒋若凡^{1,2a}, 李菲雅^{2b}, 刘强¹

(1.西南财经大学 金融学院, 成都 611130; 2.四川师范大学 a.历史文化与旅游学院; b.政治教育学院, 成都 610066)

摘要:危机的性质决定救助方法,对危机性质判断的正确与否直接关系到危机救助机制有效性的高低。困扰欧洲三年多的债务危机至今未能找到根本的解决方法,危机的久拖不决增加了危机恶化的风险,同时也加大了欧元区解体的可能性。这与欧盟委员会、欧洲央行以及国际货币基金组织等救助机构将危机主要定位为流动性危机不无关系。

关键词:欧债危机;流动性危机;偿付性危机

中图分类号:F831.59 **文献标志码:**A **文章编号:**1000-5315(2013)06-0106-08

从理论上讲,导致一个国家主权违约甚至债务危机的因素很多,但归根结底的两个因素是:无偿债意愿和无偿债能力。前者指当违约的代价小于利益时,一国即使具有偿债能力,主观上也不愿意偿还债务;后者指一国客观上不具备还债的能力,包括短期流动性缺乏(Illiquidity)或者根本不具备偿付能力(Insolvency)。缺乏流动性导致的危机,其性质是流动性危机(Illiquidity Crisis),即债务国虽然有偿债意愿,且长期内也具有足够的资源保证偿债,但短期内无法延展其到期债务,再加上市场恐慌,导致违约的可能性骤升而形成的危机。而由于经济基本面恶化引发的危机则属于偿付性危机(Insolvency Crisis),指债务国在给定时间内,完全没有偿还到期债务的能力,从而引发违约而形成的危机。这两类不同性质危机的救助机制是截然不同的,而危机的性质决定救助方法。因此,对危机性质判断的正确与

否直接关系到危机救助机制有效性的高低。但是,危机性质在现实中常常难以判断,甚至两类性质的危机经常交织在一起,这就对危机的救助机制提出了更高的要求。

实际上,不流动性和不偿付性概念的提出以及危机性质的争论由来已久,但是对此论题的理论模型却刚刚开始建立,并且存在着两种截然不同的研究方向。第一类是将流动性危机和偿付性危机区别开来分析。在影响力颇大的《主权债务危机的经验法则》(“Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises)一文中,Manasseh & Roubini(2005)运用二叉递归树的统计方法将1976年至2002年发生的所有债务危机进行了归类,并且得出结论:不流动性比不偿付性更容易引发债务危机^[1]。第二类观点则是将偿付性危机作为流动性危机深化的后果来研究。Richardson & Cao(2010)指出,不流动性和不偿付性都

收稿日期:2013-08-16

作者简介:蒋若凡(1981—),男,重庆万州人,经济学博士,西南财经大学金融学院应用经济学博士后,四川师范大学历史文化与旅游学院讲师,研究方向为国际金融、金融工程;

李菲雅(1982—),女,江苏扬州人,经济学博士,四川师范大学政治教育学院讲师,研究方向为宏观经济政策分析;

刘强(1964—),男,四川成都人,西南财经大学金融学院教授,博士生导师,研究方向为金融工程、金融衍生产品。

是引发债务危机的重要原因,危机的性质随时间变化^[2-3]。另外,就结合现实危机进行性质判断的文献来看,研究多集中于对20世纪30年代资本主义大萧条中银行危机^[4-5]以及80、90年代拉美国家和亚洲国家债务危机的讨论^[6-7]。对欧洲主权债务危机(下文简称“欧债危机”)性质判断的文献处于相对比较匮乏的阶段。目前来看,欧债危机三方委员会又称“三驾马车”^①基本不认为欧债危机是偿付性危机,而国内文献则倾向欧债危机的性质应该是偿付性的。例如杜明艳(2012)明确指出,希腊的债务危机是典型的偿付性危机,葡萄牙和爱尔兰的危机也不是流动性危机^[8];王辉(2012)则更进一步断定尽管流动性问题在演进过程中反复出现,但是欧债危机的最初起源应该是偿付性问题^[9]。笔者认为流动性危机与偿付性危机虽然有着本质的不同,但是二者有着紧密的联系,甚至在一定条件下有着交织甚至相互转化的可能性,这也是目前欧债危机复杂难解的根本原因。

鉴于此,本文将从主权国家债务违约的诱因理论出发,就欧债危机的性质进行谨慎的思考和判断,对目前危机的救助机制进行评价,并尝试提出适当的意见和建议。

一 欧债危机性质的甄别

(一)欧债危机国主权违约的诱因:无偿债能力

如前文所述,倘若一国出现主权债务违约的情形,诱因不外乎为无偿债意愿和无偿债能力。就目前阶段来讲,假如欧债危机中任何一个危机国违约,其诱因应该是无偿债能力,而非无偿债意愿^②。根据Eaton & Gersovitz(1981)的信誉理论^[10]以及Bulow & Rogoff(1989)的制度理论^[11],尽管目前国际上缺乏相应的强制约束债务国履行合同的法律体系,但是国际资本市场的准入资格促使一国政府必然想方设法保持其信誉而不会轻易违约。比如,违约行为会直接导致国外直接投资(FDI)的减少,对该国的资本流入造成负面影响^[12]。另外,债务国的违约还很可能因为信誉的缺失导致其在国际贸易中的严重损失^[13]。从实践上来看,欧元区是世界上最大的经济体之一,它的建立标志着欧洲经济政治一体化的巨大进步,不仅具有巨大的经济意义,而且具有深远的政治意义。因此,一方面,只要仍然作为欧元区成员国的一员,危机国家不能也不敢冒天下之大不韪单方面提出违约,它们深知被踢出欧元区的

代价是不可承受之重;另一方面,区内其他国家也不会轻易同意危机国家违约,毕竟这对欧元及欧元区来说都是沉重的打击。综合上述两方面分析,可以认为欧元区主观上是有偿债意愿的。所以,如果某危机国出现违约,其诱因必然是失去了偿债能力。

(二)欧债危机的性质:偿付性危机还是流动性危机

根据无偿债能力的两种情况:不偿付性和不流动性,危机可被分为偿付性危机和流动性危机两大类。危机性质的传统判断方法是将其一国的债务总量与其偿债能力进行比较,具体来说就是通过国家财政税收和贸易结构、GDP以及汇率机制等指标进行分析^[14]。

就偿付性危机而言,一者,如果一国未来基础财政收入之贴现值大于或者等于目前公众债务的净存量,则该国就是具有偿付能力的;同样的,如果一国未来贸易额的贴现值超过目前外部债务的净存量,该国也是具有偿付能力的。因此,一定程度的财政盈余和贸易盈余对避免不偿付性是必要的。二者,GDP增速过慢以及汇率机制不合理所引起的贸易条件冲击也会影响偿付能力。汇率失调影响债务的可持续性,特别是高估的汇率会导致外部不平衡,从而使债务累积。更为严重的是,当大部分债务以外币形式呈现时,过于高估的汇率还可能会引发现金危机并对资产负债表产生剧烈的负面影响,因此,一般情况下,较大的现金危机发生后债务存量会急剧上升。

与偿付性危机不同的是,流动性失衡则是指一国的财政赤字、贸易与经常账户的失衡,导致债务的累积与当期的预算约束不相容。流动性的传统衡量指标是M2与GDP的比值(M2/GDP)^③^[15]。一般来说,不流动性在任何现有的债务水平上都能影响偿付能力。简单来讲,偿付性危机的诱因是长期资不抵债,即使将未来的收入流贴现也不能偿付债务;而流动性危机的诱因则是短期周转不灵,即将未来的收入流贴现就能够满足债务的延展。

危机性质的传统判断方法为我们提供了一定的思路,但具有以下四个方面的局限性。首先,在现实生活中,由于未来收入流(包括未来的财政收入和贸易额等)的变动趋势并不是一成不变的,时间长短也难以精确界定,因此,未来收入流的贴现值能否偿付当期债务的判断必然带有一定的主观性。唯一

能肯定的是,具有一定财政和贸易盈余的国家发生偿付性危机的可能性较小。其次,GDP 增速和汇率机制的合理性本来就是比较复杂的研究。针对某一国家,怎样的 GDP 增速以及汇率水平才是合理的,以及二者又如何具体影响偿付能力,其中变量太多,很难建立精确的模型。唯一能确定的是过于高估的汇率会导致债务存量大增。另外,用 M2/GDP 来衡量金融机构提供流动性的能力本身就存在很大争议。例如,目前在欧元区一些危机国这一指标极低的原因可能源于金融机构的惜贷行为,并不一定代表流动性的真正缺乏。最后,在欧债危机中,我们面对的是一个统一货币区域,而不是一个个单纯的国家,这更增加了判断的难度。综上所述,仅仅依靠传统的判断方法去甄别欧债危机性质的主观性太强,必须拓宽思考角度。

如前文所述,面对不同性质的危机,解决机制有着根本的不同:注入流动性便可以缓解流动性危机,但倘若是偿付性危机,流动性的注入则收效甚微,更好的选择则是适时进行债务重组。所以区别偿付性危机和流动性危机最简单易行的办法即是通过对比欧债危机救助机制有效性高低的评价来进行。同时,结合传统判断方法可知,由于偿付性危机的出现是一国经济失调在较长时间内作用的结果,较流动性危机在较短时期内的收支失衡具有更长期性的表现,所以偿付性危机更容易甄别,通常可以结合一国经济的基本面进行分析,就能够看出端倪。

二 欧债危机救助机制评价

“三驾马车”针对欧债危机的救援方案可以分为治本和治标两个方面。一方面,从其治本思路来看,主要是通过紧缩财政来降低赤字以及结构性改革来实现经济增长。但是,财政紧缩与经济增长本身就存在矛盾,所以这个思路近乎悖论。另一方面,从其治标思路来看,对于希腊、葡萄牙等外围国家主要采用私人债务官方化(包括欧洲金融稳定工具 EFSF 和欧洲稳定机制 ESM)的手段以解决现实流动性不足的问题;而对于西班牙、意大利等较大国家则主要通过欧洲央行(ECB)的大规模再融资操作(LTRO)为金融市场注入流动性。可见,“三驾马车”的救助方案根本目的就是提供流动性,换言之,欧盟、国际货币基金组织(IMF)以及 ECB 对欧债危机的定位是流动性危机。

(一) 欧盟委员会和国际货币基金组织(IMF)的

救助框架评述

1. 欧洲金融稳定工具(EFSF)和欧洲稳定机制(ESM)

根据欧盟和 IMF 达成的协议,欧洲金融稳定工具 EFSF(European Financial Stability Facility),是一项临时性安排。该工具最大的缺陷是没有足够的资金买进巨大的国债以稳定市场,其 4400 亿欧元的规模只够向边缘小国提供紧急金融支持。鉴于此,2011 年,欧盟峰会达成协议,拟进一步采用两项杠杆化方案^④把 EFSF 可贷资金规模扩充至一万亿欧元以上。但是 EFSF 的杠杆化操作至少存在两个问题:一是影响担保国家的信用评级,并且很可能因此推升 EFSF 的资金成本;二是 EFSF 杠杆化的金融产品很难让投资者认可。所以,EFSF 杠杆化操作是一项非常冒险的行为,其最坏的结果是非但扩容不成还可能遭遇破产,进而拖累欧元区德、法等核心国成员。

欧洲稳定机制(European Stability Mechanism, ESM)于 2013 年 6 月取代 EFSF 以及欧洲金融稳定机制(EFSM)^⑤成为欧元区常设救援基金,可以视为 EFSF 的升级和扩容版。根据 ESM 的规定,17 个欧元区成员国将根据本国的经济规模按比例提供总计 7000 亿欧元的股份资本。ESM 可依靠这些资本从市场融资,然后将钱转借给那些已无法从市场获得持续融资的政府^[16]。ESM 与 EFSF 相比,最大的改善在于债权人可享有优先权利以及借款国获得的融资计入本国的政府债务中,前者使债权国风险更小,后者避免了危机国捡便宜的现象出现。但是,ESM 虽然可以解决债权人风险的问题,其贷出能力不大仍然是其主要短板。

从上述分析可见,EFSF 和 ESM 的设立鼓舞了欧元区金融市场的信心,但随着危机的深化和蔓延,其能够提供的救援资金愈显捉襟见肘。它们基本上可以为外围国家提供足够的流动性,但鉴于二者的结构性问题,对于西班牙和意大利等较大国家来说,EFSF 和 ESM 的资金简直就是杯水车薪,还必须求助于其他救治工具来缓解流动性问题。

2. 国际货币基金组织(IMF)

IMF 参与救助欧债危机的思路依然是向欧元区金融市场提供流动性,目前主要通过三种方式介入欧债危机的援助机制。一是 IMF 参与 EFSF 的杠杆化方案;二是鼓励其他国家和机构通过 IMF 的新借

款安排(New Arrangement to Borrow, NAB)参与救助;三是分配更多的特别提款权(Special Drawing Rights, SDR)给欧元区成员国,鼓励它们从其他央行换得欧元来购买国债,从而缓解国债收益率上升的压力,进而平衡国际收支^[17]。

理论上,IMF 介入危机救助的优势主要在于:其一,IMF 可以运用其公信力为欧元区筹得更多的救援资金,IMF 以身作则参与到 EFSF 以及 ESM 资金扩容方案的行为有效提振了市场信心,使欧洲以外的国家愿意通过 IMF 对欧元区进行援助,从而有利于救助资金规模的进一步扩充;其二,IMF 应对多国债务危机的经验及其严格的贷款条件和监控措施也能促使受援国进行结构化改革。但实际情况表明,IMF 的救助对于欧元区而言更是一把双刃剑。姑且不论 IMF 的介入一定程度上有损欧元区和欧盟在国际政治上的形象,单从欧元区的经济来看,IMF 提供救助资金的同时附加了一系列缩减开支的苛刻条件,这固然使得受援国在短期内减小了危机恶化的风险,但长期来看,这些国家可能会面临长期的经济萧条。更为重要的是,IMF 目前可贷资金规模仍然不足^⑥,并且在这笔可贷的资金中,IMF 还必须考虑到其他需要贷款的欧元区以外的国家,所以并不是所有的资金都能投入到欧元区当中。而 NAB 的出资完全遵循自愿原则,根据 IMF 官方数据,目前能提供给欧元区的贷款大约只有 5500 亿美元左右;同时由于 SDR 本身规模乃至功能都非常有限^⑦,其能起到的作用更是微乎其微。

(二) 欧洲央行(ECB)的救助框架评述

根据 CEBM(莫尼塔公司)的初步估算,目前稳定整个欧洲市场至少需要 3 万亿欧元;其中 5000 亿用于救助外围小国(希腊、爱尔兰、葡萄牙以及塞浦路斯等);至少 1 万亿用以稳定较大国家(西班牙和意大利等);按巴塞尔协议 III 要求补充银行资本金需要 5000 亿;以及隔离银行业流动性冲击也至少需要 1 万亿^⑧。而对比 EFSF、ESM 以及 IMF 能提供的资金,保守估计资金缺口至少 1.3 万亿欧元。也就是说,如果 EFSF 杠杆化运行不够理想,这剩余的 1.3 万亿资金必须由 ECB 来提供。ECB 救助危机的措施主要包括调低基准利率和非常规货币政策的购债计划,以提高流动性、减少金融市场的波动性为目的。非常规货币政策的购债计划包括长期再融资操作(LTRO)、点对点救助的债券购买计划(SMP)

以及直接货币交易(OMT)。

1. 调低基准利率

ECB 规定的基准利率从 2008 年金融危机之前的 4.25% 直降到目前的 0.75%,成为二战以来欧元区国家的最低利率水平。低利率水平为欧洲的银行业注入了流动性,但是各银行在危机的影响下,宁愿把过多的流动性通过存款便利保留在央行而不愿意放在银行间调剂流动性,导致银行间融资成本并未降低。因此受流动性陷阱的影响,ECB 多次调低基准利率的政策根本不能够影响货币市场。鉴于此,ECB 推出了非常规货币政策以强化信贷支持,其目的是保证利率政策在货币市场的正常传导。

2. 长期再融资操作(LTRO)、债券购买计划(SMP)以及直接货币交易(OMT)

从创新性的 LTRO 到 SMP,再到目前的 OMT,ECB 始终以“最后贷款人”的身份参与其中。事实上,在欧债危机爆发之前,ECB 就已经在使用 LTRO,只是危机期间 LTRO 的作用被强化,并将期限从过去的 3 个月或 1 年扩大至 3 年,此举目的也是为银行提供流动性,抑制危机国家不断攀升的融资成本。但是,与调低基准利率的效果相似,各银行不愿意大规模用从 LTRO 获得的资金投入资本市场或是放贷给实体经济,货币政策的传导渠道仍旧不畅。为此,ECB 推出了 SMP,拟通过对公共及私人债券市场进行干预,确保危机国家拥有足够的流动性,从而恢复货币政策传导机制。SMP 自 2010 年 5 月启动,至 2012 年 9 月被 OMT 替代,ECB 通过 SMP 总共购买了大约 2113 亿欧元主要债务国的政府债券。与有限的 SMP 相比,无限制冲销的 OMT 计划明示了 ECB“最后贷款人”的角色,其操作期限完全由 ECB 根据市场情况决定,而且在操作过程中,ECB 放弃优先债权人地位,可以说此轮操作作为欧债危机和银行业危机的延缓购买了足够的时间。

2011 年 12 月和 2012 年 2 月,ECB 启动的两轮三年期长期再融资操作(LTRO),总共向欧元区银行业提供了 1.02 万亿欧元的低息贷款(利息为 1%),加之先前 SMP 提供的 2 千亿欧元,再加上 OMT 可能提供的资金,ECB 至少能为欧元区资金缺口填补 1.3 万亿欧元。也即是说,按照 CEBM 的估算,即便 OMT 还未真正开始实施,SMP、两轮 LTRO、再加上 EFSF、ESM 和 IMF 提供的资金,欧元区需要的流动性已经基本得到满足。

既然“三驾马车”对欧债危机的定位是流动性危机,从以上的救援方案来看,欧元区的流动性短缺也获得了缓解,那么危机是否已经得到了解决呢?2012年下半年,欧债危机再次出现了反复,塞浦路斯被卷入危机,国际资本从欧元区大量外逃,欧元汇率急剧贬值,欧元爆发信心危机。更为糟糕的是,从第三季度起,欧元区第四大经济体西班牙陷入银行业和地方债务双重危机,而后第三大经济体意大利也未能幸免。9月初 OMT 的出台,10月初 ESM 正式生效并开始暂时担负区内财政管理职能,以及 ECB 获得了区内所有银行的监管权这三大利好,再次暂时平息了危机风波。尽管如此,2013年欧债危机的尾部风险未能消除,银行业流动性再次陷入困境,欧元区再度出现系统性危机的可能性仍旧较高。我们不得不反思:是否注入足够流动性就能够解决危机?欧债危机是否仅是单纯的流动性危机?

三 欧债危机性质的再判断

从上述分析可知,欧债危机中的危机国家虽然或多或少都存在着流动性问题,但是在不断注入流动性的过程中,融资困难仍然反复出现,表明了这些国家存在的不仅仅是单纯的流动性问题。而目前“三驾马车”仍然将危机救助的重心放在流动性问题的解决上,最终的结果必然是适得其反^⑨。因此,结合危机国家经济基本面,对欧债危机性质进行再度甄别,就显得十分必要。

(一)爱尔兰:主要是流动性危机

爱尔兰在地理位置上不属于南欧国家,与其他危机国家经济劳动生产率低、经济增长乏力不同,其经济发展在前些年表现得十分耀眼,被誉为“凯尔特虎”(Celtic Tiger)。金融危机之前的爱尔兰房地产业景气非常,房价曾经创下 OECD 国家之最^[18]。金融风暴爆发后,房地产价格崩盘、银行体系坏账大幅增加、政府斥巨资兜底、最终不堪重负,爱尔兰主权债务危机爆发。从目前来看,爱尔兰是危机国家中救助效果最好的国家,其 2012 年度的财政赤字占 GDP 的比重已经降至 8% 以下,这说明“三驾马车”对爱尔兰的救助是成功的,因此,爱尔兰危机主要是流动性危机。国内税收的持续增加以及对银行体系救援支出的逐渐减少,再加上“三驾马车”对流动性的补充,目前看来爱尔兰基本上走出了危机。

(二)希腊、葡萄牙和塞浦路斯:典型的偿付性危机

“三驾马车”救治思路的偏差首先在希腊问题上得到了验证。2009—2011 年三年间,尽管希腊在“三驾马车”的救治框架以及本国的财政结构性改革中使赤字率从 15.8% 下降至 9.3%,但由于财政紧缩带来的经济衰退,希腊的代价颇为严重:在 2012 年初希腊政府的债务负担率已达到了 164%,远超其接受救助时的 134%。因此,“三驾马车”最终承认希腊债务不可持续,终于在 2012 年 3 月对其进行了债务重组。但是,由于官方先前对希腊主权债务危机性质的错误判断,使得希腊的债务重组错过了降低债务负担的最佳时期,这不仅使债权人可能承受的损失更大,而且也使重组的有效性受到了严重影响。因此,希腊的此轮债务重组并不彻底,未来很有可能面临二次重组。

葡萄牙长期处于欧元区经济发展排名靠后的国家之列,工业基础薄弱而主要依靠服务业,特别是旅游业推动经济发展。前几年政府在扶持高科技企业上面投入了大量资金,葡萄牙才开始向高新技术行业转型,汽车及其零部件、电子、能源和制药等高新技术行业得到了一定的发展。但是,由于总体技术效率偏低,葡萄牙的经常账户常年处于逆差^⑩。再加上受金融危机的影响,融资成本飙升,葡萄牙的企业受到冲击,从而影响到整个国民经济。实际上,葡萄牙的债务情况与希腊非常相似,都源自高福利与低经济增长不相容的结构性赤字问题,只是前者的经济基本面稍强于后者而已。因此,葡萄牙未来面临债务重组的可能性非常大。

塞浦路斯的支柱产业是旅游业和金融业,素有“避税天堂”之名。金融危机前,塞浦路斯以低税收政策和极高的存款利率吸引了国外大量资金涌入,使国内金融泡沫急剧膨胀。而后受希腊主权债务危机拖累,金融泡沫破灭,银行业危机引发了主权债务危机。2012 年塞浦路斯政府总债务达到其 GDP 的 87%,于 2012 年 6 月底正式向欧盟提出了援助申请。目前“三驾马车”与塞浦路斯达成一致的救援资金为 175 亿欧元,其中“三驾马车”提供 100 亿欧元,剩下的由塞浦路斯本国自行筹措。而就是这区区的 75 亿欧元对于缺乏实业支撑的塞浦路斯来说也是不可企及的任务。根据 2013 年 3 月 25 日“三驾马车”已达成的救助协议草案,塞浦路斯的第二大银行莱卡银行(Laiki Bank)实行重组自救。银行中低于 10 万欧元的存款将转入第一大银行塞浦路

斯银行(Bank of Cyprus),不受欧盟法律保护的其余存款将被冻结,其中未保险的存款将面临40%的减记损失。但是,假如这一措施效果不佳,届时面对不可持续的债务水平,等待塞浦路斯的仍然是全面的债务重组。

(三) 西班牙:主要是偿付性危机

西班牙对金融和房地产业的依赖度很高,其经济问题更为严重地体现在实体经济与虚拟经济的失衡上。危机的原因首先来自于私营机构,这与美国2007—2008年的次贷危机有很大的相似性。而后在金融危机引起的全球银行业危机和房地产泡沫破灭的双重打击下,政府大量举债救市,导致债务比例飙升。可见,西班牙危机最初起源是偿付性问题。但是流动性不足的问题在危机演进过程中也反复出现,其情况比较复杂。一方面,与希腊和葡萄牙类似的是西班牙的技术效率低下,单位劳动力成本高昂、出口疲软,考虑了低利率和通货膨胀之后,在西班牙贷款欧元的实际利率为负^①。也就是说,西班牙也存在一定程度的结构性赤字问题。另一方面,危机更直接的原因是西班牙在加入欧元区的同时,政府通过国家土地法案让全国土地不受限制用于开发。于是长期低利率刺激了大量资金进入房地产业,每年建筑以及相关行业在其经济增长中的比重高达18%,同时西班牙的房价在十几年时间内涨了数倍^[19]。而西班牙人的收入是欧盟当中倒数第二的国家(仅高于葡萄牙),这就导致了西班牙人消费能力和存款下降以及不良债务的大幅增加。实际上,即使没有外因,西班牙房地产泡沫引起的经济衰退也是迟早的事情,因此西班牙危机更主要地表现为偿付性问题。

(四) 意大利:偿付性危机和流动性危机并存

意大利国内经济发展极不平衡,其北部地区的发达与南部地区的落后形成鲜明对比。该国经济支柱主要是旅游业和以中小企业为主的出口制造业。金融危机对这两大产业冲击非常大,再加上银行业受到传染,金融市场流动性严重缺乏,终于被推到欧债危机的风口浪尖上。此外,意大利的出口制造业处于产业链的低端,在与中国、马来西亚以及菲律宾等劳动力成本较低的新兴国家的竞争中,意大利不具备优势,竞争力逐年衰退。但是,从整体来看,意

大利的偿付性问题不如前述几个危机国家严重,毕竟其北方地区经济基本面状态良好。

四 欧债危机救助机制的反思与调整

通过对救助机制有效性的分析,我们发现“三驾马车”实际上是把欧债危机定义为流动性危机,因此其三年多的救援框架围绕的核心始终是为金融市场提供流动性。但是,每次新救治政策的出台带来的利好似乎都是短暂的。从长期来看,欧债危机并没有因为流动性的不断补给而得到根本的控制。目前看来,危机国家当中除了爱尔兰的债务情况有所改善之外,其他几个国家的情况都不是非常稳定。由此看来,欧债危机并不只是单纯的流动性危机。另外,结合危机国家经济基本面的分析,可以证实南欧国家长期以来经济增长乏力,福利负担重,过分依赖金融业和房地产业,实体经济空心化严重,因此或多或少都存在着偿付性问题。

“三驾马车”对欧债危机性质判断的偏差,导致了救助机制的效果欠佳,使危机进一步蔓延的同时也使危机国家的经济基本面不断地恶化。抛开救援框架当中紧缩财政与经济增长这个悖论不谈,流动性的不断补充实质上只是将危机国家的还款时间往后拖延,并不能解决偿付不足的根本问题。况且这还造成了短期流动性与长期偿债能力不相容的严重后果^②。更为严重的是,欧元在国际上尚不具备与美元相当的地位,因此,即使LTRO变成真正的美版QE(量化宽松的货币政策),也不可能像美国一样可以轻松转嫁危机。

目前看来,“三驾马车”应该果断对救援方案进行调整。葡萄牙、塞浦路斯与希腊相似,都属于典型的偿付性危机,而且两国经济量较小,对欧元区整体影响不大,因此应当机立断进行债务重组,避免重蹈希腊覆辙。对于西班牙和意大利,进行债务重组则要经过深思熟虑,毕竟作为欧元区内较大的经济体,踏出此步必将给欧盟、欧元区以及欧元带来严重的负面影响。如前文所述,这两个国家流动性危机与偿付性危机是交织出现的,并且两国有着一定的经济基础。所以就目前而言,更为稳妥的办法是继续补充流动性,在国内改革的配合下,这两个国家的偿付性危机有向流动性危机转换的可能性。

注释:

- ①欧洲“三驾马车”(The Troika)是应对欧债危机三方委员会(The Tripartite Committee)的代名词,职能是监控欧债危机,对解决危机提出政策建议,并负责筹集解决危机所需的资金,其成员包括欧盟委员会、欧洲央行以及国际货币基金组织(IMF)。
- ②世界三大评级机构一般使用“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,即一国或地区对产权尊重程度越高,恶意违约可能性越小,但此指标由于缺乏现实性而备受争议。
- ③M2/GDP(广义货币/国内生产总值)是常用的衡量金融深化的初级指标,Elhiraika指出M2/GDP反映了金融机构提供流动性的能力,从而使市场主体能以不同的形式保有储蓄,因此是金融市场结构调整的指标。但是,用M2/GDP测量一国金融深化的程度并未获得学术界的一致认可,其最优比例因为各种客观原因的限制,往往不具备可比性。在借贷受限制的市场中,M2/GDP与金融深化程度以及流动性高低反而会呈负相关趋势。
- ④第一项杠杆化方案是由EFSF为欧盟受困国发行的主权债券提供部分保险,如果投资者遭遇主权债务违约,EFSF将承担这一部分损失的金额,比例为20%。第二项杠杆化方案是EFSF将成立特殊目的机构(SPIV),购买问题国家债券,再将买来的债券抵押给债权人申请再融资。
- ⑤欧洲金融稳定机制(European Financial Stabilization Mechanism,EFSM),作为一项紧急筹资计划,最多可筹集600亿欧元。
- ⑥2012年4月春季会议期间,IMF的增资问题获得重大进展,其贷款能力有望超过7000亿美元。
- ⑦SDR是IMF创设的一种储备资产和记账单位,可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。一国在出现国际收支逆差时,可用其向IMF指定的其他国家换取外汇,以偿付国际收支逆差或偿还IMF的贷款。目前SDR的总规模仅占全球储备的8%,而美元占储备货币总量的比例超过60%,因此SDR的应用还十分有限。
- ⑧数据来源于莫尼塔公司2012年欧洲债务问题专题——2012年“欧债演绎”:危机爆发诞生解决机制。
- ⑨实际上,欧盟已经逐渐开始意识到这一点。ESM将于2013年6月正式替代EFSF。它规定,当欧盟成员国向ESM提出援助申请时,ESM将委托欧洲委员会和IMF进行DSA(Debt Sustainability Analysis,债务可持续性分析),以此对申请国危机的性质进行判断;如果是流动性危机,ESM提供援助的前提是申请国必须提交实施经济与财政调整计划的备忘录;如果是偿付性危机,ESM介入的条件则是申请国必须与债权人达成债务重组的计划。目前的问题在于:首先,DSA评价的标准能否做到基本客观?其次,由于ESM的援助条件更加严格,截止到现在,还没有危机国向ESM提交申请,那么这个DSA何时才能真正开始实行?
- ⑩技术效率反映资源的有效利用率,可以衡量投入资源的冗余情况。葡萄牙的技术效率甚至低于希腊,其要素投入冗余为29.7%。技术效率的低下导致较高生产成本,不利于本国的出口。
- ⑪《欧洲经济与货币联盟条约》规定,跟欧元区通胀最低的三个国家平均数相比,任何成员国的长期利率不能超过2%。由于德、法、意都是出口强国,流动性过剩,所以利息极低,而西班牙利率也不得不维持较低。
- ⑫还债时间延后涉及到定期展本金,因此越迟还债就还得越多。

参考文献:

- [1] Manasse, P., Roubini, N.. "Rules of Thumb" for Sovereign Debt Crises[R]. *IMF Working Paper*, 2005.
- [2] Richardson, G.. Categories & Causes of Bank Distress during the Great Depression 1929-1933: the Illiquidity versus Insolvency Debate Revised[J]. *Explorations in Economic History Elsevier*, 2007, 44(4): 588-607.
- [3] Cao, J.. Illiquidity Insolvency and Banking Regulation[R]. *Norges Bank Working Paper*, 2011.
- [4] Diamond, D.W., Dybvig, P.H.. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J]. *Journal of Political Economy*, 1983, 91(3): 401-419.
- [5] Calomins, C.W., Mason, J.R.. Fundamentals Panics and Bank Distress during the Depression[J]. *The American Economic Review*, 2003, 93(5): 1615-1647.
- [6] Felix, D.. Latin America's Debt Crisis[J]. *World Policy Journal*, 1990, 7(4): 733-771.
- [7] Chang, R., Velasco, A.. The Asian Liquidity Crisis[R]. *NBER Working Paper*, 1998.
- [8] 杜明艳. 欧债危机的长期性和复杂性——从欧债危机解决机制的悖论说起[J]. *宏观经济*, 2012, (5): 27-33.
- [9] 王辉. 流动性危机还是偿付性危机?——金融危机的性质辨析[J]. *世界经济研究*, 2012, (9): 41-46.
- [10] Eaton, J., Gersovitz, M.. Debt with Potential Reputation: the Theoretical and Empirical Analysis[J]. *Review of Economic Studies*, 1981, 48(2): 289-309.
- [11] Bulow, J., Rogoff, K.. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget[J]. *The American Economic Review*, 1989, 79(1): 43-50.
- [12] Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J.-W.. How Does FDI Affect Economic Growth? [J]. *Journal of International Economics*,

1998,45(1):115-135.

- [13] Cole, H.L., Kehoe, T.J.. Self-fulfilling Debt Crises [J]. *Review of Economic studies*, 2000, 67(1):91-116.
- [14] Morris, S., Shin, H.S.. Illiquidity Component of Credit Risk [R]. *Princeton University Working Paper*, 2009.
- [15] Elhiraka, A.B.. Risk-Sharing and the Supply of Agricultural Credit: A Case Study of Islamic Finance in Sudan [J]. *Journal of Agricultural Economics*, 1996, 47(1):390-402.
- [16] Gros, D., Mayer, T.. Debt reduction without default? [J]. *CEPS Policy Brief*, 2011, 233(2).
- [17] 张明, 郑英, 敬云川. 欧债危机的现状评估、政策选择与演进前景 [J]. *经济社会体制比较*, 2012, (3):24-38.
- [18] 陈西果, 陈建宇. 新一轮欧元区主权债务危机探析 [J]. *青海金融*, 2011, (3):34-37.
- [19] 郎咸平, 孙晋. 欧元危机: 渊源与解题 [J]. *银行家*, 2011, (1):10-12.

On the Nature of European Debt Crisis: A Reflection of the Character of the Crisis through the Rescue Effects

JIANG Ruo-fan^{1,2a}, LI Fei-ya^{2b}, LIU Qiang¹

(1. College of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan 611130;

2.a. College of Historical Culture and Tourism,

b. College of Political Education, Sichuan Normal University, Chengdu, Sichuan 610066, China)

Abstract: The character of the crisis decides rescue method, so effectiveness of crisis rescue mechanism depends on the correct judgment of the crisis character. The European debt crisis has plagued Europe for more than three years and a fundamental solution has not been found out so far. The protracting crisis has increased the deteriorating risk, and also raised the possibility of the Eurozone's breaking up. That was partially because of the European commission, the European central bank and the IMF who consider the crisis as liquidity crisis.

Key words: The European debt crisis; liquidity crisis; solvency crisis

[责任编辑:钟秋波]