

欧洲主权债务危机的金融溢出效应研究

张新东

(山东管理学院经贸学院,山东 济南 250100)

[摘要] 在全球金融市场日益融合的背景下,欧洲主权债务危机的金融溢出效应远远超过了贸易溢出效应,成为危机在各国间传导的最为快速和复杂的渠道。危机爆发后,迅速通过外商直接投资、证券投资、共同贷款者和银行间的相互关联,把危机传导至世界各国,给全球经济造成了深远影响。各国政府和国际金融机构应逐步加强金融监管和金融合作,有效防范债务危机的金融溢出效应,促进全球经济健康稳定发展。

[关键词] 债务危机;危机传导;金融溢出效应

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2014.06.017

[中图分类号]F821 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2014)06-0122-06

一、引言

现代信息技术的应用和金融市场的自由化使得世界经济一体化的进程不断加深,资本在不同国家之间流动的速度越来越快,全球金融市场日益融合。尤其是在大规模的国际短期资本对各国宏观经济政策的有效性和微观经济主体的决策都产生重要影响的背景下,债务危机的金融溢出效应远远超出贸易溢出效应,成为债务危机在国家间传导最迅速、最复杂的渠道。金融溢出效应指债务危机通过金融市场的各种机制把危机传导至其他经济体,包含直接投资型的金融溢出效应和间接投资型的金融溢出效应。直接投资型的金融溢出效应主要通过外商直接投资和证券投资体现,间接金融溢出效应主要通过银行渠道体现。^[1]

欧洲主权债务危机发生后,一些研究者通过各种方法研究危机通过金融市场的传导。Sebastian Missio 和 Sebastian Watzka(2011)^[2]通过 DCC 模型认为欧元区国家债务危机存在金融渠道的传导,而且传导是由评级公司引起的。周舟(2012)^[3]通过 DCC-MGARCH 模型得出希腊、西班牙、爱尔兰在危机蔓延期的金融传导明显、危机国家金融市场的

相关性上升明显的结论。李堪(2013)^[4]通过建立 Copula 模型,选取希腊等七个国家作为样本,运用 Datastream 数据库中的数据进行分析,认为欧洲主权债务危机存在传染效应,希腊是传染源。本文从现实经济出发,运用有关数据,分析了危机通过投资、银行渠道的传导以及对金融市场产生的影响,并提出了出阻隔危机传导的思路和措施。

二、欧洲主权债务危机的金融溢出效应

(一)投资渠道下的危机传导

1. 外商直接投资

外商直接投资不仅可以解决资金短缺问题,还可以提高生产技术和方法,能够使相对落后国家的经济得到快速发展。但是,在债务危机发生时,投资国市场上会出现流动性短缺,导致对外投资减少甚至撤回原先投资。对被投资国而言,因项目的减少导致就业岗位减少、出口下降、外汇收入减少。而且,根据国际投资引力定律,某一投资国减少或撤回投资的行为,势必会影响其他国家在该国投资的信心,诱发大规模直接投资的退出,严重影响被投资国经济的稳健运行,最终导致主权债务危机的传导。

2009年12月,希腊债务危机爆发后,其对外投

[基金项目] 本文是山东省社会科学规划研究项目“欧洲主权债务危机研究”(项目编号:10CJGZ18)的阶段成果。

[作者简介] 张新东(1981-),男,山东济南人,山东管理学院经贸学院讲师。主要研究方向:货币理论。

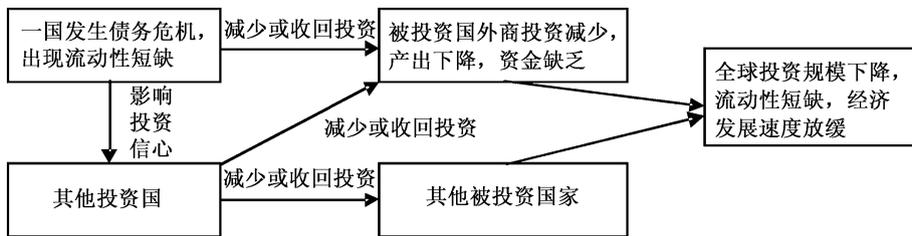


图1 通过外商直接投资的传导

资大幅萎缩。2010年，希腊的对外投资为12.7亿美元，比2009年下降38%^①，其主要投资地区为塞浦路斯、巴尔干地区和欧盟其他国家。随着主权债务危机的蔓延，欧盟各国流动性紧缩，加之对欧盟其他国家经济前景的担忧，纷纷减少本国对外直接投资，导致欧盟地区对外投资规模逐步萎缩。根据欧洲统计局发布的数据，2009年欧盟27国吸引的外商直接投资上升了12%，从2008年的1730亿欧元增加至2217亿欧元，对外直接投资额下降了24%，从2008年的3540亿欧元下降至2009年的2633亿欧元；2010年，随着债务危机的进一步加剧，欧盟27国吸引外商直接投资和对外直接投资急剧下降至540亿欧元和1070亿欧元。2011年，欧债危机暂时出现了转机，欧盟27国共吸引外国直接投资2250亿欧元，对外投资总额为3700亿欧元，比2010年有所上升。2012年，欧盟27国共吸引外国直接投资1590亿欧元，其中来自美国990亿欧元，来自加拿大、日本、俄罗斯和中国香港的投资分别为190亿欧元、80亿欧元、70亿欧元和70亿欧元，欧盟对外投资总额为1719亿欧元，均比2011年均有大幅度下降。2008年至2012年，全球对外直接投资规模分别为1.45万亿美元、1.04万亿美元、1.24万亿美元、1.5万亿美元、1.35万亿美元^②，与欧盟27国投资规模变动趋势基本一致，欧债危机通过外商投资渠道传导至世界各地。

2. 证券投资

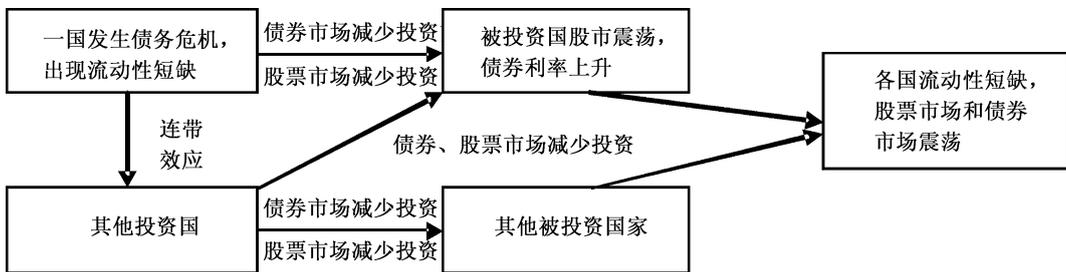


图2 通过证券投资的传导

证券投资的流入使得资本流入国家的筹资成本相对降低，提高了流动性和市场效率。但是当投资国发生主权债务危机时，投资国就会减少对其他国家的证券投资，引起其他国家流动性不足，进而导致股市动荡、债券利率上升等现象，实现了证券投资渠道的危机传导，而且这种传导在经济发达国家尤为明显。在经济稳步发展时期，新兴发展中国家在国际贸易当中获得了大量的外汇储备，并且为了使外汇储备能够保值增值，把它投资于经济发达国家的债券市场和股票市场。由于债务危机的爆发，投资国国内也会出现流动性短缺，就会把这些投资撤回，进而引起被投资国流动性短缺，使得债务危机进一步扩散。

2009年12月希腊债务危机爆发以来，立即通过证券投资表现在各国的资本市场之中。短短几个月，证券市场“蒸发”了巨额资金，投资者普遍减少对债券市场和股票市场的投资，欧洲各国股指几乎全线下跌，日本、美国等世界主要金融市场的股票指数也同时出现比较明显地下降，证券投资途径传导债务危机的作用明显表现出来。

2010年2月3日，西班牙的主权信用评级前景再次被标准普尔下调，而且在同一天欧盟委员会宣布将严格让希腊遵循支出紧缩计划，全球股市遭受重挫。处在漩涡中心的希腊股市2月3日、4日分别大跌1.92%和3.33%，2月5日西班牙股市急速下跌6%，创下15个月以来的最大单日跌幅。与此

同时,欧洲三大指数三天累计跌幅也都超过3%。其中,英国 FTSE100 指数下跌 3.5%,法国 ACA40 指数下跌 5.37%,德国 DAX30 指数下跌 3.99%,荷兰、俄罗斯三日累计跌幅也达到了 4.8% 和 5.48%。此外,美国股市也遭遇到了大量抛盘,2010年2月4日道琼斯工业平均指数盘中一度跌破万点关口,最终收于 10002.18 点,跌幅达 2.61%。2010年2月5日,中国香港恒生指数也失守两万点关口,下跌 676.56 点,跌幅为 3.33%,报收于 19665.08 点。同一天,日本股市和韩国股市也遭受重挫,日经指数盘中跌幅一度超过 3%,最终报收于 10057 点,下跌 298 点,跌幅为 2.89%,韩国 KOSPI 指数报收于 1567.12 点,跌幅 3.05%。中国 A 股也未幸免,同日大幅低开,随后多方组织多次冲锋 5 日均线 2960 点,但无功而返。截至收盘,沪综指下跌 55.91 点,收于 2939.40 点,跌幅为 1.87%,深成指下跌 252.34 点,收于 11917.44 点,跌幅为 2.07%,两市近八成个股下跌,成交仅 1967 亿元^③。

表 1 2010 年 1-6 月部分股指数变化

股票指数	1 月	6 月	变化幅度(%)
道琼斯 STOXX50(欧洲)	84.5	79.3	-6.15
道琼斯欧元斯托克 50 指数	91.1	82.4	-9.55
比利时 20 价格指数	79.6	77.3	-2.89
索非亚证券交易所指数	54	46.7	-13.52
布拉格证券交易所 50 指数	94.3	91.2	-3.29
雅典证券交易所综合指数	67.7	47.5	-29.84
证券交易所协会	119.1	95.9	-19.48
爱尔兰证券交易所股票总体指数	46.8	46.2	-1.28
富时 MIB 指数	70.5	60.2	-14.61
塞浦路斯证券交易所综合指数	118.4	84.4	-28.72
布达佩斯股票指数	116.9	112.5	-3.76
马耳他证券交易所共享指数	101.6	92.3	-9.15
阿姆斯特丹交易所指数	87.3	85.1	-2.52
奥地利交易指数	87	78.9	-9.31
葡萄牙语股票指数 20	107.7	91.4	-15.13
斯洛伐克股指数	54.8	47.8	-2.77
金融时报证券交易所指数 100	104.9	99.7	-4.96
瑞士市场指数	101.6	98.7	-2.85
奥斯陆全股指数	134.6	129.4	-3.86
日经 225 指数	85.9	78.8	-8.27
道琼斯工业平均指数	99.3	96.3	-3.02

注:指数 2005 年为 100。

资料来源:欧洲统计局 http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/monetary_financial_statistics/data/main_tables。

(二) 银行渠道下的危机传导

银行是现代金融体系的核心,几乎参与所有的金融活动,与所有的经济体都有密切的业务联系,是

国际金融市场上最主要的资金提供者。同时,银行间还存在着一个多边支付清算系统,这一系统把系统内所有的银行紧密联系在一起,形成了相互交织的债券债务关系。一旦一家银行出现支付困难,就有可能造成整个银行系统的流动性危机,而一国银行体系的危机会通过清算系统迅速传导至其他国家^[5]。伴随着债务危机的逐步发展,这场政府的流动性危机通过主权债务开始逐渐转变为银行系统的流动性危机,主权债务危机已蔓延至银行体系。危机通过银行系统的传导主要通过共同贷款者^④和银行间相互关联^⑤两种途径实现。

1. 共同贷款者

在欧洲,各大银行会对多个国家提供贷款和持有其国家债券,在同一银行的众多贷款国家中,只要有一个国家出现货币危机,银行无法安全收回其贷款或债券,其金融资产名义价格就会大幅下降,金融市场出现混乱。银行为满足资本充足率的要求,或者是出于调整资本资产比率的需要,就会对其资产组合进行调整,收缩对另一国家的贷款,以防止或降低损失。如果被收回贷款的国家没有充足的外汇储备,就难以应付大规模的资本流出所带来的冲击,进而出现流动性不足的危机,导致了危机的跨国传导。这种危机传导的强度取决于被传导国家对共同贷款银行的资金依赖程度。

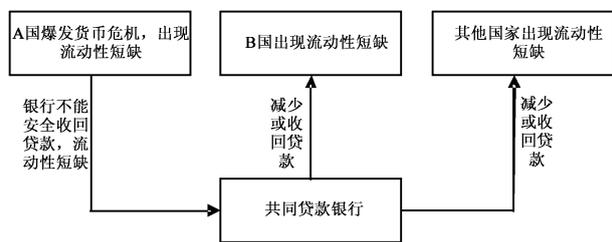


图 3 通过共同贷款者的传导

当某国际信用评级机构降低一国主权信用评级,危机国家的国债价格下降时,主权 CDS^⑥利差、国债利差和债券收益率迅速上升。国债的价格下降导致银行系统资产大幅缩水,影响投资者信心,银行股票价格开始下降,甚至一些银行在债务危机当中遭受重创,面临破产的威胁,银行危机一触即发。另一方面,随着主权 CDS 利差、国债利差和债券收益率的上升,危机国偿还债务的负担进一步加重。与此同时,政府为控制危机蔓延,不得不为银行担保以

缓解债务危机压力,这样做的结果却是进一步增加了政府的债务负担,加剧了危机的传导。

“欧猪五国”^⑦的主权债务溢价导致了主权 CDS 利差、国债利差和债券收益率的上升,进而加大了欧洲银行系统巨额的风险暴露。2009 年底,欧洲各国金融机构持有的欧洲债务头寸达 10 万亿美元,其中 1.8 万亿美元来自“欧猪五国”。法国、德国、西班牙、英国、美国、日本等国金融机构持有的欧洲债务头寸分别达 2.27 万亿、2.06 万亿、0.73 万亿、1.08 万亿、1.24 万亿、0.74 万亿美元,其中来自葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙五国的债务分别达 3893 亿、5227 亿、1012 亿、3240 亿、1371 亿、628 亿美元^⑧。2011 年 3 月,德国、法国等国未收回资产仍居高位。

近年来,欧元区国家经济增长乏力,尤其是金融危机爆发后,各成员国为了维持庞大的政府支出,普遍采取扩张的财政政策,发行巨额债务。从 2001 年一季度到 2007 年四季度,欧元区财政赤字占 GDP 的比例平均为 1.93%,主权债务余额占当年 GDP 的比例平均为 69.6%,但从 2008 年一季度到 2010 年二季度,财政赤字占 GDP 的比例上升到 4.65%,主权债务余额占当年 GDP 的比重已上升至 74.26%。不论是财政赤字还是债务余额,占 GDP 的比重都严重超过了欧盟《增长与稳定公约》中规定的 3% 和 60% 的上限。在急速上升的主权债务余额中,银行成为了最重要的持有者。到 2010 年 10 月,欧元区银行体系共持有主权债务 3.09 万亿欧元,占欧元区银行总资产的 9.7%。债务危机最严重的“欧猪五国”,九成以上的主权债务由欧元区银行持有。欧洲银行业管理局(EBA)资料显示,欧洲 25 家主要银行共持有“欧猪五国”债务 4750 亿欧元,其中,希腊 198.41 亿欧元、爱尔兰 36.3 亿欧元、葡萄牙 135.89 亿欧元、意大利 2420.9 亿欧元、西班牙 1954.68 亿欧元。截至 2011 年 3 月,德国、法国、希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利银行未收回的资产分别为 10574 亿、17481 亿、1014 亿、577 亿、628 亿、1687 亿和 2657 亿美元^⑨。债务融资过分地依赖于银行业,并且主权债务在银行总资产当中过高的比例,很容易使危机快速传染给欧元区银行体系。

2. 银行间相互关联

银行为了保持流动性和扩大贷款规模,往往会互相持有存款或其他信贷产品,这使得银行之间的关系异常紧密。正常情况下,各家银行的现金准备能够足以应对消费者的提款需求,一旦出现消费者集中提现,银行将面临流动性冲击,就需要有超额流动性供给。这时银行就需要通过同业拆借市场调配头寸,消除挤兑风险。但如果银行系统的整体流动性都受到挤兑,总的流动性需求超过总的流动性供给的时候,银行就急于变现在其他银行的存款或同业拆借,此时就会引发整个金融市场的流动性不足,造成金融危机的传导。

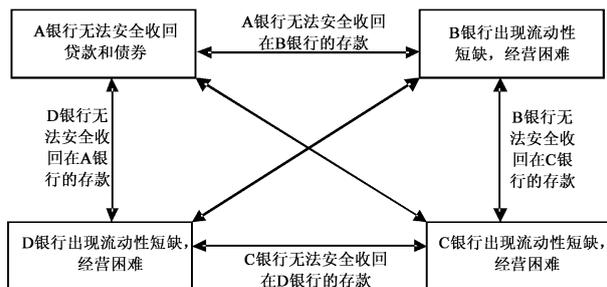


图 4 通过银行相互关联的传导

欧洲银行间债务关系错综复杂,存在生死相牵的利益链。债务危机不仅使银行遭受了直接的巨额经济损失,而且出于对其他银行经营的担心,不断收回在其他银行的存款,银行间的信任降至冰点,银行间相互拆借资金的意愿不断降低,银行更愿意把钱存放在欧洲中央银行作为安全港,而不是向其他机构提供借贷。2011 年 9 月 5 日,银行间同业拆放利率和隔夜指数掉期的利差上升至 74.8 个基点,9 月 8 日欧元区银行存放在欧洲中央银行的存款规模突破 1700 亿欧元大关,但银行间借贷市场依然低迷。到 2012 年 3 月,欧元区银行在欧洲中央银行的存款规模一举突破 8000 亿欧元,创纪录新高,此前欧洲中央银行为缓解银行间融资紧张局面而对商业银行系统发放的长期再融资操作(LTRO)又被存回了欧洲中央银行。同时,诸多银行把资金挪作他用,如巴克莱集团、莱斯银行、法国农业信贷集团和比利时联合银行集团等一些规模较大的银行,并没有完全把 LTRO 用于银行间融资,而是为提高其在西班牙、葡萄牙、希腊和爱尔兰的分支机构的财务能力,把相当一部分贷款用于为这些分支机构融资。国际货币基金组织也认为,欧洲中央银行的 LTRO 并没有缓解

欧洲银行间融资紧张的局面,欧洲银行同业拆解市场资金依然紧张。而且在欧洲央行推出多项流动性工具后,资金富余的欧洲银行和资金稀缺的欧洲银行仍难以通过同业拆借市场调剂余缺,高度依赖欧央行作资金供求的中介,表明欧洲银行业危机还在恶化。^[6]

三、金融溢出效应的防范

相对于贸易溢出效应,金融溢出效应更为迅速,效果也更为明显,是危机传导最重要的方式,防范的难度更大。各国际组织和各国政府应通力合作,逐步加强对金融机构的监管,降低金融机构经营的风险。在危机发生时,对金融机构进行正确的引导,尽量阻隔危机通过金融渠道的传导。

(一)加强金融监管

1. 加强国际金融监管,使金融市场更好地促进实体经济发展

随着金融国际化的发展及不断深化,各国金融市场之间的联系和依赖性也不断加强,各种风险在国家之间相互转移、扩散便在所难免。欧洲主权债务危机的影响几乎蔓延到了世界各地,使得整个世界的经济都受到了强烈影响。客观上就要求各国的监管法规和惯例纳入一个统一的国际框架之中,加强金融监管的国际化。2010年6月25日,在多伦多召开的G20峰会上,第一次明确了国际金融监管的四大支柱。一是完善的金融监管制度,防范和化解银行体系的潜在风险,提高银行等金融机构的抗风险能力,加强对场外衍生品、对冲基金和外部评级机构的监管。二是金融监管的有效性,明确金融监管目标,提高金融监管能力,充分利用监管资源,及时对风险进行判断并采取措施。三是风险处理和解决重大问题的机制,及时通过正确的措施减小风险损失,合理解决系统内重大问题。四是准确的国际评估和同行审议,加强国际评估在风险预估方面的积极作用,提升国际货币基金组织等国际金融机构在同行审议方面的权威性。此外,还应成立独立的国际金融监管机构,实行有效监管,建立公平、公正、包容、有序的国际金融体系,抵御债务危机风险对世界经济的冲击,促进全球经济健康稳定发展。

2. 加强对评级机构的监管,促进评级结果的公正性

欧盟委员会负责内部市场与服务的委员米歇尔·巴尼耶^⑩认为,评级机构对欧洲主权债务危机的爆发和蔓延具有不可推卸的责任,其评级结果和公布的时间对债务危机起着推波助澜的作用,给欧盟和各国解决危机带来了难度。信用评级对市场有明显的导向作用,信用评级不准确,会使金融机构和投资者对风险处置不当,对金融市场产生冲击。上世纪的亚洲金融危机及华尔街金融危机也都十分清晰地显示出信用评级机构在自身运作和监管方面也都存在问题,必须进行改革。早在2008年,美国证券委员会(SEC)在反思金融危机时,就加大了对评级机构的问责和监管,并通过了关于信用评级机构的最终修订条例,以提高信用评级的透明度,改善信用评级问责机制,确保信用评级机构向市场提供的信息具有准确性和可参考性。2011年11月,欧盟委员会推出一项提案,要求评级机构应遵循更加严厉的法规,提高信用评级的透明度,加强对信用评级机构监管。在具体操作上,发行结构性金融产品的机构要同时聘请两家以上的评级机构,而且需要定期更换,以降低对评级机构的依赖程度。评级机构要排除干扰,提升信息的真实性和及时性,公布其评级模型和数据来源,向市场发布准确的评估结果,如果评级机构的故意行为或重大过失给投资者带来重大损失,那么投资者有权起诉评级机构。此外,要打破标准普尔、穆迪和惠誉三大评级机构的垄断局面,欧盟和其他主要经济体要培育更多具有话语权的评级机构,使评级机构不要介入国家的利益冲突。

3. 加强金融机构的监管,降低金融机构经营风险

首先,要加强金融机构自身的监管,健全内部控制和自我约束体系,提高金融机构抵御风险的能力,提升经营的稳健性。包括提高金融机构资本充足率、杠杆率、流动性、贷款损失准备等监管标准,提高金融机构的管理风险和可承受损失的能力。资本充足率在满足基本要求的基础上要根据经营环境的变化适当提高,计提超额资本;杠杆率要严格控制金融机构的杠杆率积累;流动性方面要建立多方法、多币种、多时间跨度的流动性风险内部控制指标体系;贷款损失准备要进行差异化管理,避免实施过程中出现逆向激励和监管套利行为。其次,要加强

对金融机构业务的监管,使金融机构在法律法规所允许的范围内合理开展各项业务,注重短期压力情况下单个银行流动性状况和中长期内银行解决资金错配的能力的监管,激励银行尽量使用稳定资金来源。此外,还要加强金融创新业务的监管。金融机构应合理设计和开发金融创新产品,严格控制金融创新产品的风险。推向市场前,要进行合理的估值和过充分的论证,在创新产品交易的过程中要实施动态监控,如果发生风险,要有合理的处理机制,把风险降到最低,保护投资者的合理收益,维护金融市场的安全稳定。^[7]

(二)加强金融合作

1. 加强各国与国际金融机构之间的合作

国际货币基金组织等国际金融机构为其成员国提供了融通资金、稳定汇率、紧急救助、协调合作的平台,各国应充分利用国际金融机构的特点和优势,解决资金问题,熨平经济波动,有效防止债务危机的扩散。各成员国应平等地参与到国际金融组织,平等享有权利,防止某些大国处于本国经济的考虑而操纵国际金融组织的决策,通过平等的磋商解决各成员国的政策冲突,真正让国际货币基金组织为所有会员服务,为全球经济负责,而不能沦为大国的工具。此外,国际金融机构也应继续改革,建立完善、平等的各国金融领域的交流机制和对话平台,推动成员国双边和多变的金融合作,减小成员国在具体利益上的分歧和冲突,为各方利益寻求最佳切合点,增加各成员国对国际金融机构的信任。

2. 加强各国间的金融合作

跨国金融机构不仅会把业务和资金带入其他国家,同时也会把风险随之带入,各国的金融联系也因此密切。当一国发生危机时,仅仅依靠没有政策强制力的国际金融机构是难以解决的,这时就必须加强政府和金融机构间的合作。在欧洲债务危机发展的过程中,德国、法国联手对“欧猪五国”的救助,很大程度上延缓了危机的蔓延,因此各国政府间的金融合作尤为重要。各国间应加强中央银行货币政策方面的合作,减小本国货币政策的负外部性,加强金融监管方面的合作,尤其是对跨国金融机构的监管。加强互助方面的合作,当一国出现流动性困难或汇率波动时,另一国可以根据方案予以救助。各国还

要加强商业性金融机构的合作,畅通两国间金融机构的业务渠道,提高金融效率,实现金融信息的共享,为投资者提供正确的依据,实现两国间金融人才的交流,共同提高金融管理水平。

【注】

① 数据来源:联合国贸易和发展会议2011年7月25日发布数据。

② 数据来源:根据商务部网站(<http://www.mofcom.gov.cn>)数据整理。

③ 数据来源:根据汇通网(<http://unews.fx678.com/union/china/EuropeIndexs.html>)数据整理。

④ Kaminsky 和 Reinhart(2000)说明了共同贷款人在危机传导中的作用,称为“共同贷款者效应”。

⑤ Dasgupta(2001)提出商业银行交叉持有的存款危机导致金融机构破产的传染效应。

⑥ CDS(Credit Default Swap)信贷违约掉期,一种以偿债为参照资产的金融衍生品。

⑦ PIIGS,指葡萄牙(Spain)、意大利(Italy)、爱尔兰(Ireland)、希腊(Greece)和西班牙(Spain)5个国家。

⑧ 数据来源:根据 Bloomberg 数据整理获得。

⑨ 数据来源:BIS 年报数据库,2011:A60。

⑩ 资料来源:新华网(<http://www.news.cn>)。

参考文献:

[1] 秦彦. 全球视角下的欧洲主权债务危机研究[D]. 沈阳:辽宁大学博士论文,2012.

[2] Sebastian Missio, Sebastian Watzka. Financial Contagion and the European Debt Crisis[J]. CESifo Working Paper Series,2011,Page:3554.

[3] 周舟. 基于欧洲主权债务危机背景下的金融传染分析[J]. 管理评论,2012,(02):3-11.

[4] 李堪. 欧洲主权债务危机传染效应研究[J]. 世界经济与政治论坛,2013,(04):93-110.

[5] 李俊. 主权债务危机向欧元区银行体系传导的机制分析[J]. 西南金融,2011,(03):40-43.

[6] 陈听雨. 欧洲隔夜存款规模再创新高[N]. 中国证券报,2012-03-07.

[7] 王胜邦. 国际金融监管改革的进展与启示[J]. 银行家,2010,(12):60-63.

(责任编辑:宋敏)