



增长与紧缩之争：欧债演进路在何方？

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 宋 玮

罗 宁 郭可为 王 婕

执笔：罗 宁

Luoning.cs@icbc.com.cn

相关研究：

2012/4/27《全球经济复苏维持“弱增长”欧债忧虑重燃引发“强震荡”——2012年第一季度国际经济金融走势分析及未来展望》

2012/3/23《美股屡创新高 日元持续贬值——2012年3月国际金融市场走势述评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

要 点

- 2012年5月，法国社会党领袖奥朗德以“保增长”为竞选口号最终赢得总统大选，希腊则因“反紧缩”呼声不断而组阁无果，这在不同程度上折射出欧洲应对债务危机过程中经济增长与财政紧缩之间日益尖锐的矛盾，民众对以紧缩为主的危机应对措施正在失去耐心和信心。
- 虽然法希政局动荡对市场形成明显冲击，但最具决定性影响的还是“火车头”德国。倘若默克尔在财政紧缩方面毫不松口，奥朗德部分政策主张可能难以付诸实际，希腊问题也面临进一步恶化的风险。
- 近期欧洲政界关于增长与紧缩之争，体现了其对“紧缩解决危机”道路的反思，在一定程度上有利于形成全面、平衡解决欧债危机的新思路，但政局动荡也将影响欧洲协商进程，欧债危机未来走向不容乐观，欧元机制面临严峻考验，金融市场或受严重冲击。
- 针对欧债危机演进过程不断反复、主权债务和银行业风险仍未完全暴露的情况，中资银行一方面应审慎调整涉欧资产配置，加强风险防范，另一方面也应抓机遇，充分利用国际金融市场大分化、大调整的契机继续推进国际化经营，进一步打造资产、业务和经营地域多元化的国际化银行。

The Battle between Growth and Tightening: Where European Debt Crisis Is Going?

Executive Summary

In May 2012, with the campaign slogan of supporting growth, François Hollande, the leader of the French Socialist Party, finally won the presidential election. However, due to the increasingly growing voice of anti-crunch, the Greeks failed to establish their cabinet finally. The two different results were reflective of, to some extent, the increasingly acute contradiction between economic growth and fiscal austerity in the process of Europe's response to debt crisis, and the public are losing patience to the tightening-focused measures to the crisis. Although the political instability in France and Greece resulted in significant impact on the market, the most decisive influence still relies on the locomotive Germany. If Merkel refuses to make any concession on fiscal austerity, part of Hollande's policies may be difficult to be put into practice, and the crisis in Greece may get worse. Recent battle among European politicians on the growth and austerity reflects their introspection on the path of tightening to resolve the crisis, which is conducive to formulating a new idea for more comprehensive and balanced solutions to the debt crisis in Europe. However, the political turmoil will affect the European consultation process, the future trend of European debt crisis is not optimistic, the Euro regime is faced with severe challenges, and financial markets may suffer serious impact. In the light of the negative external environment, especially the repeated deterioration of European debt crisis and uncertainties of sovereign debts and banking risks in Europe, Chinese banks should pro-actively take measures to deal. On the one hand, Chinese banks should carefully adjust their asset allocation in Europe and strengthen risk prevention. On the other hand, European debt crisis intensifies the further differentiation and adjustment of international financial market, so Chinese banks should seize the precious opportunity to push forward their international operation and further struggle for the goal of true international banks with diversified assets, business and geographical scope of operation.



目 录

一、“保增长”与“反紧缩”引发欧元区政局动荡	1
（一）法国大选换帅，“保增长”将成主题	1
（二）希腊组阁无果，“反紧缩”呼声不断	2
二、增长与紧缩的十字路口：欧债出路在何方？	4
（一）经济复苏疲软与债务负担沉重呈双向强化	4
（二）刺激经济增长与加强财政紧缩之间矛盾深化	4
（三）结构性改革或是平衡增长与紧缩的可行出路	5
三、契机OR危机：政局动荡带来的机遇与挑战	6
（一）有利于走出“紧缩抑制增长”困境，促进欧洲实体经济复苏	6
（二）政局动荡影响欧洲协商进程，欧债危机未来走向不容乐观	6
（三）欧元机制面临严峻考验，金融市场或受严重冲击	7
四、中资银行应对策略及相关建议	7

图表目录

图 1 希腊大选议会席位分布图	3
表 1 欧元区主要成员国经济增速及公共债务占 GDP 比例预测（单位：%）	4



欧债危机爆发以来，持续恶化的经济形势使欧元区政界与民间的紧张情绪不断攀升，以德国为代表的部分成员国倡导的财政紧缩理念，虽然强调了危机国家的责任，却忽视了紧缩政策对经济复苏造成的严重拖累。法国大选的结果以及希腊政府组建的最新进展均表明，民众对以紧缩为主的危机应对措施正在失去耐心和信心。新任总统奥朗德可能将推出更为宽松的政策以刺激经济，法国未来的财政稳定和德法两国此前的默契配合或将出现动摇；希腊国内就是否继续财政紧缩计划和是否留在欧元区陷入胶着状态，第二轮救助计划被弃风险上升，希腊退出欧元区概率加大，欧债危机未来走势将面临严峻考验。

一、“保增长”与“反紧缩”引发欧元区政局动荡

2012年5月，欧元区政界出现两大焦点：一是左派政党领袖弗朗索瓦·奥朗德当选法国新一任总统，法国社会党时隔17年后重新执政；二是希腊议会前三大党组阁相继失败，左翼联盟或逐步占据主导。法希政局动荡表明，欧洲以紧缩为主应对危机的措施正在面临挑战，欧元区民众对“保增长”与“反紧缩”的呼声不断。

（一）法国大选换帅，“保增长”将成主题

从奥朗德竞选时提出的多项举措来看，未来法国财政紧缩的步伐可能将有所放缓，注重经济增长、强调社会公平的政策将成为主导。但考虑到当前欧债危机持续恶化、全球经济复苏放缓以及法国自身财政状况，奥朗德上任后的政策实施可能为形势所限，部分举措或难以付诸实际。

首先，恢复生产、增加就业将是必然之举。面对法国经济复苏疲弱、失业率不断攀升的格局，奥朗德上任后的一项重要任务就是推行恢复生产、增加就业的经济刺激政策。扩大可持续发展基金规模、为中小企业和微型企业减免税收负担、加大对国家优先发展产业的资金支持力度等一系列政策措施将逐步推出，增加教育系统就业岗位、提高研究和培训补贴等相关举措预计也将陆续出台。此外，为改善贸易收支状况，预计奥朗德还将推行一系列反倾销贸易政策，贸易保护主义或将进一步抬头。

其次，税收改革、放缓紧缩政策将有条件地推行。为体现左派政党的政策倾向，吸引更多中下层选民的支持，预计奥朗德政府将暂缓削减福利开支的步伐，而让富人和金融机构承担减债和减赤的成本。奥朗德在竞选纲领中提出将对巨额遗产征收财富税、降

低继承遗产税减免限额、征收金融交易税等等。但考虑到相关举措将触动大财团、金融业等相关群体的利益，面临的政治阻力仍不可忽视，预计最终推行的改革力度仍难以达到其竞选纲领所设目标。此外，法国国内沉重的财政压力使奥朗德放缓紧缩政策的实施亦面临较大限制。预计奥朗德上任初期会在一定程度上软化财政紧缩力度，但不会明显偏离财政预算平衡方向。

第三，推动财政公约修改与欧洲共同债券发行难度较大。为了恢复生产、增加就业等相关政策有效实施，并最大限度地推行税收改革与放缓紧缩政策，奥朗德需要更多的外部环境支持。因此他主张重新就欧盟财政公约进行谈判，加入支持增长的条款，减少紧缩的内容，并调整法国有关欧洲一体化建设的政策，同时为保障刺激经济所需流动性支持，他主张欧洲央行进一步降息并为政府直接提供融资，主张发行欧洲共同债券。但目前欧元区“火车头”德国仍然坚持“紧缩解决危机”的道路，在欧洲央行以及欧洲债券问题上态度强硬，预计奥朗德在政策主张与德法关系之间最终选择后者，欧债危机爆发以来形成的德法轴心关系破裂概率较小。

（二）希腊组阁无果，“反紧缩”呼声不断

经过为期一周的谈判，希腊组织新政府陷入僵局，议会选举投票中的前三大党新民主党、左翼联盟以及泛希社运党相继宣布组阁失败，希腊总统帕普利亚斯试图说服各方接受关于组建技术官僚型政府的建议，但依然未获成功。值得注意的是，虽然希腊保守派新民主党在议会选举中成为议会第一大党，但其获取的选民支持明显不足（仅 18.85% 的选票），这表明希腊民众对于遵从救助协议的紧缩条款持强烈反对意见。随着“反紧缩”成为希腊短期内的政治主题，左翼联盟支持率节节攀升，在 6 月重新举行的大选中胜出概率明显加大。一旦左翼联盟最终主导政坛，其激进的政治主张（包括放弃国际债权人强加给希腊的财政削减计划等）与强硬的对外谈判态度，可能将导致希腊未来无法获得援助，并最终可能做出退出欧元区的选择。

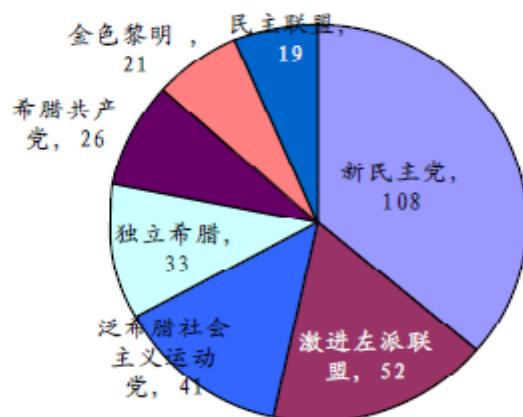


图 1 希腊大选议会席位分布图

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

近期以来，欧元区成员国“反紧缩”的呼声一直不断。4月下旬，在此前极力主张欧盟成员国实施财政紧缩和整顿财政纪律的荷兰，削减财政开支举步维艰，自由党退出执政联盟，首相吕特宣布辞职。5月份，反紧缩示威游行席卷全欧，英国伦敦、葡萄牙里斯本、比利时布鲁塞尔和德国法兰克福等地均有不同规模的示威游行活动，陷于严重经济困境的西班牙，更是有80座城市出现“愤怒大游行”（Indignant Movement），反对政府在医疗、教育、公共服务领域采取紧缩政策。

总的来看，欧债危机爆发以来持续恶化的经济形势使欧元区政界与民间的紧张情绪不断攀升，此前欧洲已经有数位领导人在危机中直接下台，民众对以紧缩为主的应对危机的措施正在失去耐心和信心。奥朗德以“缓紧缩、促增长、增就业”为竞选的政策主张，为其最终赢得大选发挥了重要的作用，希腊则因“反紧缩”呼声不断组阁无果。法希政局动荡体现了欧洲对于“紧缩解决危机”道路的反思，在一定程度上有利于形成全面、平衡解决欧债危机的新思路。但值得注意的是，以宽松的政策来刺激经济增长、增加就业岗位，必然会进一步加重成员国的财政负担，其主权债务将面临较大考验，如若其未能在经济增长与财政巩固之间取得平衡，可能会将欧洲进一步推向主权债务危机的深渊。

二、增长与紧缩的十字路口：欧债出路在何方？

法国大选换帅与希腊组阁无果都在不同程度上折射出欧洲应对债务危机过程中经济增长与财政紧缩之间日益尖锐的矛盾。综合来看，选择一种在刺激经济增长与加强财政整顿之间的平衡发展道路或是欧元区成员国的可行出路。

（一）经济复苏疲软与债务负担沉重呈双向强化

本轮全球金融危机爆发以来，欧元区成员国实施的大规模金融救助政策和超常规的财政刺激方案使政府财政赤字大幅攀升，而缓慢的经济复苏则使政府偿债能力难以赶上债务积累的步伐。与此同时，随着债务高企推升实际利率水平导致私人资本存量下降，偿债支出在财政中占比提升导致具有更高生产率的支出被挤出，经济增长面临着进一步的制约。2008-2010年，由于欧洲经济复苏计划的实行，欧元区财政赤字增加了3倍左右，而GDP却在2009年的大幅萎缩4%之后维持缓慢复苏趋势，2011年GDP同比仅增长1.4%。截至2011年末，欧元区公共债务占GDP比例由上年的85.3%进一步攀升至87.2%，其中法国、西班牙、葡萄牙、爱尔兰公共债务占GDP比例分别达86.3%、68.5%、106.8%、105%，希腊公共债务占GDP比例则高达160.8%，意大利公共债务占GDP比例也高达120.1%。

表 1 欧元区主要成员国经济增速及公共债务占 GDP 比例预测（单位：%）

	2011		2012		2013	
	经济增速	公共债务/GDP	经济增速	公共债务/GDP	经济增速	公共债务/GDP
德国	3.1	81.5	0.6	78.9	1.5	77.4
法国	1.7	86.3	0.5	89.0	1.0	90.8
希腊	-6.9	160.8	-4.7	153.2	0.0	160.9
爱尔兰	0.7	105.0	0.5	113.1	2.0	117.7
意大利	0.4	120.1	-1.9	123.4	-0.3	123.8
葡萄牙	-1.5	106.8	-3.3	112.4	0.3	115.3
西班牙	0.7	68.5	-1.8	79.0	0.1	84.0

（二）刺激经济增长与加强财政紧缩之间矛盾深化

为控制财政赤字扩张趋势、恢复市场信心，欧元区重债国相继推出了一系列财政紧缩计划，财政政策对经济的调控空间被进一步压缩，这就使得重债国经济复苏可能需要



经历更长的时间。截至 2011 年末，欧元区财政赤字占 GDP 比例由上年的 6.2% 降至 4.1%，但经济增速却由上年的 1.9% 下滑至 1.4%。

从欧元区内部来看，2011 年主要成员国财政整顿总体取得一定成效，德国、法国、意大利财政赤字占 GDP 比例分别较上年下降 3.2、1.7、0.5 个百分点至 1%、5.3%、3.9%，西班牙、葡萄牙、爱尔兰、希腊财政赤字占 GDP 比例分别较上年下降 0.8、5.7、21.5、1.5 个百分点至 8.5%、4%、9.9%、9.2%。但除德国、法国分别实现 3.1% 和 1.7% 的经济增长外，其他成员国经济复苏几近停滞，希腊、葡萄牙经济分别萎缩 6.9% 和 1.5%。

根据 IMF 最新预测，欧元区成员国刺激经济增长与加强财政紧缩之间矛盾还将进一步深化，希腊等边缘国家财政减赤难度加大，经济仍将维持低迷态势，德国、法国等核心成员国也将受到拖累。预计 2012 年，希腊、葡萄牙、西班牙、意大利经济分别萎缩 4.7%、3.3%、1.8%、1.9%，德国、法国经济增速将分别大幅下降至 0.6% 和 0.5%。

（三）结构性改革或是平衡增长与紧缩的可行出路

无论是法国大选换帅，还是希腊组阁无果，虽对市场形成了明显的冲击，但尚不足以最终改变欧债危机的走向，最具决定性影响的还是“火车头”德国。德国总理默克尔一直坚持欧元区实施严厉的财政整顿措施以应对危机，这使得希望推行放缓紧缩力度、刺激经济增长的成员国面临较大压力。与此同时，德国总理默克尔作为欧元区财政紧缩政策的推动者和支持者，也面临着越来越严峻的挑战。一方面，此前已形成默契配合的萨科奇在法国大选中落败，作为欧元区轴心的德法两国需要进行新的磨合，紧缩计划在欧元区的进一步推行阻力加大；另一方面，默克尔领导的政党在国内政坛具有举足轻重影响的北威州（北莱茵-威斯特法伦州）选举中落败，其未来执政道路或将面临更多挑战。

我们认为，当前欧洲面临的增长与紧缩的矛盾并非不可解。事实上，有效的财政调整需要更显著的经济增长，经济增长也离不开一个连贯的、能够重建公共财政可持续性的方案。综合考虑欧洲经济的复苏现状与主权债务危机的严峻形势，选择一种在刺激经济增长与加强财政整顿之间的平衡发展道路或是欧元区成员国的可行出路。从目前来看，要实现欧元区成员国从经济低迷与债务沉重的双向强化，转变为经济增长与财政改善的良性互动，就必须改变其入不敷出的结构性问题。合理的结构性改革有利于降低欧

欧元区边缘国家宏观调整的产出与就业成本，缓和刺激经济增长与加强财政整顿的矛盾。为收到成效，改革需有的放矢。由此产生的问题是，政府需将精力集中在何处以实现最大的改革回报。从目前来看，以下三个方面的问题应予以重点关注：一是欧洲重债国家经济结构失衡，实体产业空心化问题严重；二是边缘国劳动力市场缺乏弹性，劳动力成本不断提高，失业率持续上升；三是部分成员国经济增长长期处于潜在增长率之下。但值得注意的是，在效率低下、僵化的制度结构之下，仍有部分受益群体，其中政治影响力较大的既得利益集团往往成为改革的绊脚石，欧洲的结构改革或将面临难以预计的阻力。

三、契机 OR 危机：政局动荡带来的机遇与挑战

（一）有利于走出“紧缩抑制增长”困境，促进欧洲实体经济复苏

欧债危机爆发以来，为控制财政赤字扩张趋势、恢复市场信心，欧元区重债国相继推出了一系列财政紧缩计划，财政政策对经济的调控空间被明显压缩，经济形势持续恶化。当前以增长与紧缩为争论核心的政局动荡，为欧洲改变单纯以财政紧缩应对债务危机，走出“紧缩抑制增长”的困境，促进实体经济复苏提供了一线契机。法国新任总统奥朗德可能将推出一系列刺激经济的财政政策，持续疲软的法国经济或在政府推动下逐步上行；希腊政府组阁失败，也使更多人认清，单纯的财政紧缩不仅不能解除危机，甚至可能在经济、政治、社会多方面形成恶性循环。如何在刺激经济增长与加强财政整顿之间的取得平衡，顺利实现结构调整，提升经济竞争力将是欧元区成员国需要着力解决的问题。

（二）政局动荡影响欧洲协商进程，欧债危机未来走向不容乐观

在经历了拉锯式的长期谈判之后，欧盟 25 个成员国（英国和捷克除外）在 3 月欧盟峰会上制定了《欧洲经济货币联盟稳定、协调和治理公约》（又称“财政公约”），期望借此强化各成员国财政纪律，避免主权债务危机再次爆发。然而，近期欧洲政局动荡对成员国之间的协商进程形成明显影响，“财政公约”的进一步推行也面临阻力。法国新任总统奥朗德呼吁重新就公约内容进行谈判，加入刺激经济增长的条款。虽然德国总理默克尔、欧元集团主席容克以及欧盟委员会主席巴罗佐均相继指出，不能就欧盟“财政公约”重新进行谈判，但围绕公约的新一轮博弈似乎已经再次展开。希腊目前面临的



困境，使其不仅难以履行“财政公约”的要求，而且甚至无法顺利执行与 IMF 及 EFSF 等达成的财政紧缩计划。倘若希腊未能取得下一步救助贷款，出现硬性违约，欧债危机全面恶化的概率将明显加大。

（三）欧元机制面临严峻考验，金融市场或受严重冲击

近期欧洲政局动荡，市场对德法轴系出现动摇、希腊退出欧元区的担忧不断上行。截至 2012 年 5 月 16 日，道琼斯欧洲 50 指数较 3 月初下跌 17.2% 至 2175.3 点，希腊雅典指数跌幅更是高达 34.7%。欧洲国债市场受希腊退出风险冲击，收益率总体上行。截至 5 月 16 日，希腊、葡萄牙、西班牙和意大利 10 年期国债收益分别较 5 月初上升 856.7、116.5、52 和 29 个基点至 28.9%、11.8%、6.3%、5.8%。

国际金融协会（IIF）在 2012 年 2 月的报告中指出，希腊退出欧元区带来的成本可能高达 1 万亿欧元，从欧洲央行到私营金融机构，以及其他欧元区国家都将受到希腊退出的严重冲击，同样依靠外部援助的葡萄牙与爱尔兰将成为市场关注焦点，西班牙、意大利面临的压力也将进一步加大。一旦“多米诺骨牌效应”随着希腊的退出逐步形成，欧元机制将面临严峻挑战，随着欧债危机的进一步扩散，全球金融市场也将遭受新一轮的严重冲击。

四、中资银行应对策略及相关建议

从目前来看，欧债危机在未来短期内进一步恶化概率加大，对欧洲银行业乃至全球金融业的负面影响不断加深，这也对中资银行持有的欧债以及相关资产与业务安全构成威胁。在中资银行持有的欧洲发行体债券中，大部分属于法国、德国等大型经济体和稳定的中北欧经济体，对欧元区边缘国家发行体债券持有量较少，因此中资银行面临的直接风险不大，但希腊债务一旦硬性违约甚至退出欧元区，有可能引发连锁主权债务违约，进而严重冲击金融市场，导致信用市场走势持续疲弱以及市场流动性转差，信用利差普遍展宽，价格下跌幅度较大，投资收益的不确定性增加。

针对欧债危机演进过程不断反复、主权债务和银行业风险仍未完全暴露的情况，中资银行应审慎调整涉欧资产配置，加强风险防范。另外还应针对欧债危机演进导致国际金融市场波动性加剧的情况，紧密跟踪市场行情、各类发行体、交易对手和客户的风险变化情况，及时研判防控风险，尤其应关注各类风险之间的关联性明显增强的趋势，加

强对系统性风险的监测预警，做好市场极端情况下的风险敞口管理。

但从长远发展来看，欧洲作为中国第一大贸易伙伴、第一大技术供应方和第四大投资来源地，过去、现在和将来都是中资银行的重要海外目标市场之一。中资银行不能因欧债危机持续演化和全球经济复苏放缓而停止“走出去”步伐，而是应充分利用国际金融危机后的宝贵窗口期，抓住国际金融市场大分化、大调整背景下，一些国家市场准入放宽、不少国际金融机构收缩或减缓市场扩张带来的机遇，坚持积极稳健地推进国际化经营，进一步打造资产、业务和经营地域多元化的国际化银行。