



金融危机风险传导机制研究

——欧洲主权债务危机的演进传导、影响及走势判断

要 点

金融研究总监：詹向阳

全球区域风险研究团队：

樊志刚 马素红 程实

宋 玮 郭可为 王婕

执笔：宋玮

wei.songcsjr@icbc.com.cn

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。

- 欧债危机是由主权债务危机率先爆发引起的系统性金融危机，其风险传导主要有危机早期、风险扩散和急剧恶化三个阶段。欧债危机从国家、市场、部门和领域四大层面在欧元区不断蔓延和传导，致使全球避险情绪高涨和跨境资本流动过度流动，引发金融市场动荡加剧，并通过国际贸易路径对全球经济增长造成较大负面冲击。欧洲稳定机制的启动和无限量冲销式购债计划推动欧债短期风险明显下降，但短期内仍面临三大风险点，在短期内仍可能有所恶化。欧债危机将可能对全球经济、经济治理、货币和经济再平衡格局产生深远影响。最后本文对中资银行应对欧债危机的策略提出了六大建议。

Research on Transmission Mechanism of Financial Crisis Risks

-Transmission, Influence and Tendency of European Sovereign Debt crisis

Executive Summary

European Sovereign Debt Crisis is a systematic financial crisis caused by Sovereign Debt Crisis, and its risk transmission mainly includes early , risk spread and sharp deterioration stages. European Sovereign Debt Crisis has been spreading from countries, markets, sectors and areas in Euro Zone, resulting in high risk aversion, volatile cross-border capital flows and intensification of financial market turmoil. This crisis has been exerting negative impact on global economic growth. The risk of European Sovereign Debt Crisis is reduced by ESM and OMT, but may deteriorate facing 3 risks in the short term. This crisis may have profound influence on global economic, economic management, monetary and economic rebalance structure in the long run. Finally, this paper gives Chinese banks 6 coping recommendations to European Sovereign Debt Crisis.



目 录

一、欧债危机及其风险传导的演进和路径.....	5
(一) 金融危机类型及传导机制.....	5
(二) 欧债危机演进历程及其对全球的传导机制.....	6
二、欧债风险在欧元区及欧盟内部的传导机制.....	10
(一) 欧债风险由欧元区外国国家向德法等核心国传导.....	11
(二) 主权债务风险逐步引发欧洲银行业危机.....	15
(三) 欧债风险由公共部门向私人部门传导.....	18
(四) 急剧扩散的欧债风险加大社会和政治风险.....	19
三、欧债风险在全球范围内的传导机制.....	20
(一) 欧债危机致使全球金融市场动荡加剧.....	20
(二) 欧债危机对全球经济增长的影响.....	25
四、欧债危机短期趋势判断及其深远影响.....	33
(一) 欧债短期风险大幅降低, 长期仍未根本缓解.....	33
(二) 欧债危机对全球经济金融格局的中长期深远影响.....	34
五、中资银行应对欧债危机及未来金融危机的举措建议.....	38
(一) 以国家战略为依托制定中资银行应对欧债危机的策略.....	38
(二) 高瞻远瞩, 稳步拓展欧洲市场, 推动国际化进程.....	39
(三) 短期应调整涉欧资产配置, 加强风险防范.....	39
(四) 进一步推动投资的多元化进程.....	39
(五) 海外机构应研究金融危机在各自经济体内部的传导机制.....	40
(六) 加强对全球区域风险和国别风险的研究力度, 完善集团风险管理架构.....	40

图目录

图 1 欧债危机的阶段和三轮冲击波 (2010. 01 - 2012. 10)	7
图 2 欧债危机对全球各区域冲击的传导路径示意图.....	10
图 3 2011 年欧元区主要国家GDP占比	14
图 4 欧债危机对欧洲银行业冲击的传导路径示意图.....	16
图 5 欧猪五国失业率变化趋势 (2007. 01 - 2012. 10)	18
图 6 欧猪五国消费者信心变化趋势 (2009. 01 - 2012. 11)	19
图 7 美元指数、美元对其他货币汇率趋势图.....	23
图 8 全球及各大区域的MSCI股指趋势图 (2010. 01-2012. 11)	24
图 9 欧洲国家 10 年期国债收益率与德国国债差额变化趋势.....	25
图 10 美国对欧盟外贸占比巨大.....	28
图 11 美国对欧盟出口增速弱于整体出口.....	28

图 12 欧债危机对新兴市场冲击的传导路径示意图..... 30

图 13 金砖四国货币兑美元汇率及美元指数变化趋势图(2012.01~2012.11)
..... 32

表 1 四大类金融危机的原因、表现和历史案例..... 5

表 2 欧债危机四大阶段的起止时间及特征..... 8

表 3 欧债危机在欧元区内部传导路径和结果..... 11

表 4 “欧猪五国”赤字或盈余占GDP比例(%)..... 12

表 5 欧债危机对欧洲政治的影响..... 19

表 6 欧债危机救助措施..... 33



2009 年 12 月，三大国际信用评级机构相继下调了希腊主权信用评级并将其列入负面观察名单，继而引发希腊股市大跌和欧元汇率的大幅下挫，一场肇始于希腊的欧洲主权债务危机（下文简称欧债危机）就此拉开了序幕。自 2010 年起，债务危机已从希腊扩散至爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利等国，并逐渐向欧元区核心国德国和法国蔓延，致使全球避险情绪高涨和跨境资本流动过度流动，引发金融市场动荡加剧，并通过国际贸易路径对全球实体经济增长造成较大负面冲击。本报告在金融危机传导机制分析的基础上，深刻剖析欧债危机的演进及其对欧元区以及全球经济和金融市场的风险传导路径，并立足现状，研判欧债危机的发展趋势及其在未来中长期对全球经济金融格局所带来的深远影响，以期全面把握未来全球经济的发展趋势及变动格局，为中资银行国际化进程提供有益支持。

一、欧债危机及其风险传导的演进和路径

（一）金融危机类型及传导机制

国际货币基金组织（IMF）曾经在其 1998 年 5 月发表的《世界经济展望》中指出，“金融危机可以大概分成四种类型，分别是货币危机、银行业危机、债务危机和系统性金融危机。货币危机是指投机冲击导致一国货币大幅度贬值，亦或迫使该国金融当局为保卫本币而动用大量国际储备或急剧提高利率；银行业危机是指真实的或潜在的银行破产致使银行纷纷中止国内债务的清偿，亦或迫使政府提供大规模援助以阻止事态的发展，银行业危机极易扩散到整个金融体系；债务危机是指一国处于不能支付其外债利息的情形，无论这些债权是属于外国政府还是非居民个人；系统性金融危机是指金融市场出现严重的混乱局面，它削弱了市场的有效性原则，会对实体经济产生极大的负面效应”。

表 1 四大类金融危机的原因、表现和历史案例

危机	货币危机	银行业危机	债务危机	系统性金融危机
原因及	当国际收支均衡被破坏时，汇率出现大幅波动，可能出现支付	市场资金借贷失衡导致金融机构不良资产增多和流动性风险加大；或受到外	偿债期限过于集中和经济结构失调导致对外支付手段枯	这类危机往往表现为上述几种危机的混合体，现实中常常是一

表现	危机和资金外逃，从而引发货币危机。	债危机和证券市场危机等影响，引起银行呆账激增。	竭，无力偿还外债而引发的危机。	种危机的爆发带动其他危机的爆发。
历史案例	1992 年欧洲货币体制危机，1998 年亚洲金融危机，1998 年俄罗斯金融危机	1990 年日本银行业危机，1961-1965 年香港银行倒闭风潮	1980 年拉美债务危机，1994 年墨西哥债务危机，2010 年欧债危机	1929-1933 年大萧条，2008 年全球金融危机

资料来源：Bloomberg，IMF，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

在全球化背景下，金融危机的传导路径主要包括国际贸易、金融机构、资本流动和预期四种传导路径。其中，国际贸易路径是金融危机通过国家之间经济贸易联系进行传导；金融机构路径是金融危机通过金融机构间包括相互持股、同业存款、跨国金融机构母子公司、衍生产品、同业拆借等在内的复杂资金联系在不同国家间进行传导；资本流动路径是金融危机通过资本的跨境流动在各国间进行传导；预期路径是即使国家之间不存在国际贸易、金融机构和资本流动的联系，金融危机也可能由于投资者的信心与预期变化进行净传染，主要包括“羊群效应”¹和“示范效应”²。

综合看来，金融危机国际传导机制的变迁可以粗略划分为三个历史时期进行考察：第一个历史时期为金融机构传导机制和国际贸易传导机制为主的危机传导阶段，代表事件为 1929-1933 年的大萧条；第二个历史时期为资本流动、国际贸易传导机制为主的危机传导阶段，代表事件为 20 世纪 90 年代的爆发的欧洲货币体制危机、拉美债务危机和亚洲金融危机；第三个历史时期为资本流动和金融机构传导机制为主、国际贸易和预期传导机制为辅的危机全方面传导阶段，代表事件为 2008 年全球金融危机。

（二）欧债危机演进历程及其对全球的传导机制

从本质上讲，以希腊债务危机为标志性事件的欧洲主权债务危机，是全球金融危机的延续，将风险主要集中在私营部门的全球金融危机转移至风险聚

¹“羊群效应”是指投资者在市场上常常根据其他投资者的行为决定自己的选择,投资者具有一种从众心理。
²“示范效应”是指当一国发生金融危机后,如果投资者掌握危机发生国与所投资国家经济、金融方面较为充分的信息,投资者会根据所掌握的情况将所投资国家与危机发生国进行对比,重新评价所投资国家的风险,并据此改变自己的资产组合。



焦于公共部门的主权债务危机，并进一步引发包括货币危机和银行业危机在内的区域系统性金融危机。本报告将 2009 年末希腊主权债务危机的爆发作为欧债危机的起点，将欧债危机向意大利和西班牙逐步蔓延作为欧债危机的风险扩散阶段，将 2012 年初标准普尔下调法国主权信用评级至 2012 年 8 月作为欧债危机急剧恶化阶段，将 2012 年 9 月至 2012 年底作为欧债危机的暂时企稳阶段。整体来看，欧债危机是由主权债务危机率先爆发而引起的系统性金融危机：危机早期和风险扩散阶段都是属于主权债务危机的范畴；欧债危机急剧恶化阶段则演变为由主权债务危机引发的系统性金融危机（包括债务危机、银行业危机、货币危机和经济危机）。

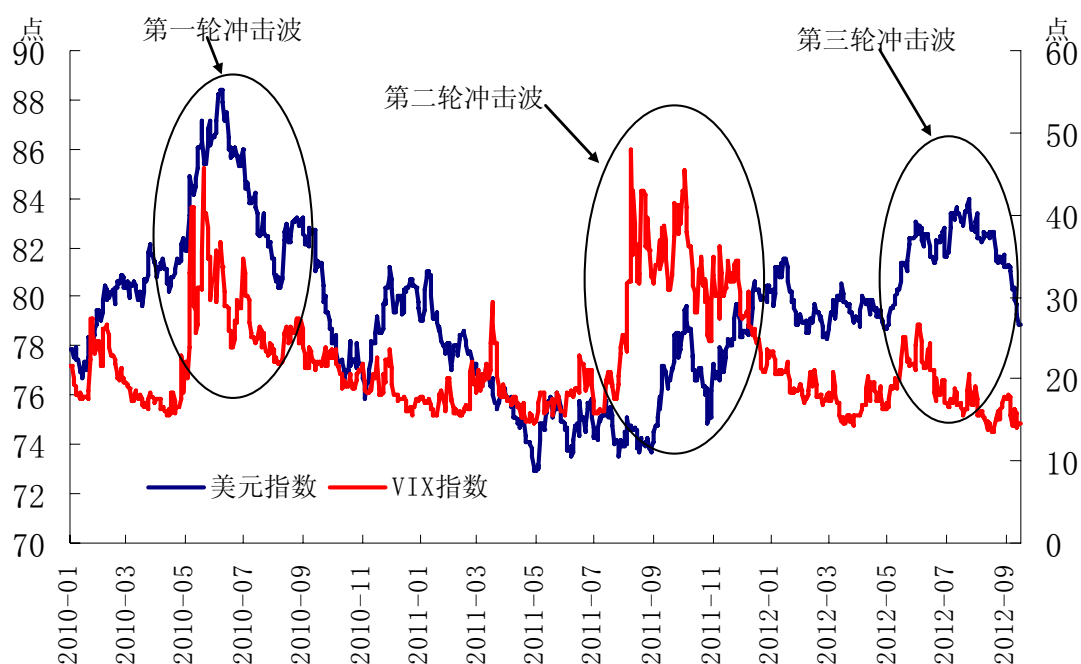


图 1 欧债危机的阶段和三轮冲击波（2010.01—2012.10）

欧债危机对金融市场、银行业和实体经济造成了较大的负面冲击。本报告以表格的形式（见表 2）对欧债危机各阶段的起止时间和特征进行了全面总结，便于全面把握并比较欧债危机在各个阶段的表现。

表2 欧债危机四大阶段的起止时间及特征

危机阶段	危机早期	风险扩散	急剧恶化	暂时企稳
时间起止	2009年12月至2011年6月底	2011年7月初至2011年12月底	2012年1月初至2012年8月末	2012年9月初至2012年底
起始标志	三大国际信用评级机构相继下调了希腊主权信用评级并将其列入负面观察名单	欧债危机向意大利和西班牙逐步蔓延，标志着欧债危机进一步恶化，欧债风险继续扩散	1月14日标准普尔下调法国主权信用评级，标志欧债危机已蔓延至欧元区核心国，再加上希腊退出欧元区风险和西班牙银行业危机，致使欧债危机急剧恶化	欧洲央行9月份推出的无限量冲销式购债计划以及10月8日正式启动的欧洲稳定机制缓解欧债危机
阶段高潮	希腊债务危机在2010年4月爆发，欧债危机第一轮冲击波显现	2011年7月至11月，意大利和西班牙债务危机开始显现，欧债危机第二轮冲击波显现	2012年5月希腊推出欧元区风险大增以及西班牙银行业危机致使欧债风险急剧上升，欧债危机第三轮冲击波显现	欧洲央行9月推出的无限量冲销式购债计划以及10月8日正式启动的欧洲稳定机制正式推出
对金融机构的影响	希腊危机致使包括法巴、德意志、高盛和美国银行登欧美大型金融机构CDS价格小幅上升	欧债风险扩散加剧金融机构恐慌，欧美大型金融机构CDS价格急剧攀高，多家金融机构评级被下调	西班牙银行业危机爆发，大型金融机构担忧希腊退出欧元区而出现持有的国债大幅贬值，CDS价格继续保持高位，陷入困境的欧美金融危机纷纷从新兴市场大量撤资	对金融机构的负面影响仍在持续
区域特征	危机从希腊向欧元区外围国家蔓延，仅限欧元区内部	危机从欧元区外围国家逐渐向欧元区核心国家蔓延，意大利和西班牙陷入困境，德法亦受到牵连	欧债危机对欧洲金融业和实体经济造成了较大冲击，随后新兴市场开始受到冲击，资本外流和货币贬值加剧	金融危机的负面影响蔓延至全球范围
金融市场反应	欧元区外围国家股市出现小幅震荡下跌，国债收益率和5年期CDS报价则大幅攀升	欧元对美元汇率大幅下挫，欧元区各国、美国和日本股市均出现急剧下跌。国债收益率分化加剧	欧债危机急剧恶化使全球股市大幅震荡，刺激了对美元和美国、德国国债的需求，导致美元持续升值及美国、德国国债收益率持续走低	随着受冲击程度的加大，全球金融市场震荡仍旧较大
对实体经济的影响	危机仅对希腊等欧元区外围国家的实体经济产生影响	危机对欧元区实体经济的影响范围进一步扩大，美国、日本和新兴市场经济增速开始小幅放缓	危机对全球经济的负面冲击初步显现，美欧日等经济增速持续放缓，而新兴市场经济增速亦出现大幅下滑	危机对实体经济继续产生较大影响，全球经济增速仍在放缓

资料来源：作者自行整理



我们认为，欧债危机的风险传导主要集中在 2010 年 4 月至 2012 年底，可根据特点分为三个阶段：第一阶段（2010 年 1 月～2011 年 6 月）的特点是危机主要从希腊通过预期路径向欧元区其他外围国家跨境传染；第二阶段（2011 年 7 月～2011 年 12 月）的特点是危机通过预期、资本流动和金融机构路径逐步向欧元区中坚国意大利和西班牙传导，风险开始在欧元区继续扩散，并通过国际贸易路径开始向全球经济增长造成影响；第三阶段（2012 年 1 月至 2012 年底）的特点是危机通过资本流动、国际贸易和金融机构路径向欧元区核心国德国和法国传导，并迅速向全球范围内的美日发达经济体和以金砖四国为代表的新兴市场经济体扩散，此外危机亦在新兴市场内部自我强化并迅速传导，致使新兴市场遭受更加严重的冲击。

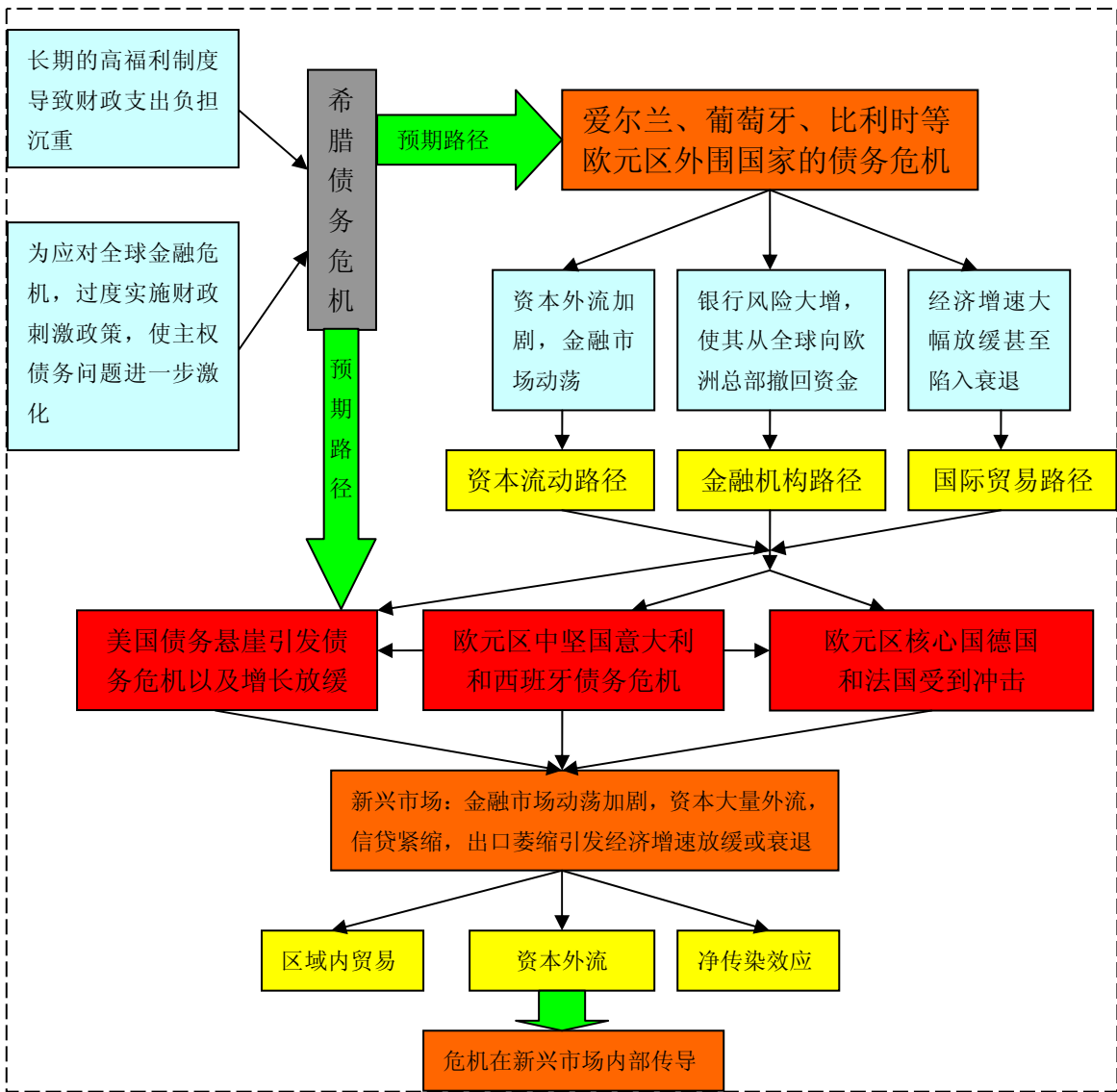


图 2 欧债危机对全球各区域冲击的传导路径示意图

资料来源：作者自行整理

二、欧债风险在欧元区及欧盟内部的传导机制

继 2010 年 4 月希腊向欧盟及 IMF 寻求资金援助之后，爱尔兰和葡萄牙也分别于 2010 年 11 月和 2011 年 4 月寻求外部救助。此外，三大评级机构多次大范围地调降了部分欧洲国家的主权信用评级和欧洲银行业的评级，致使欧债危机从国家、市场、部门和领域四大层面（见表 3）在欧元区甚至整个欧洲大陆不



断蔓延和传导。

表 3 欧债危机在欧元区内部传导路径和结果

风险源头	传导路径	风险传导结果
欧洲国家 主权债务 市场风险	欧债风险在不同国家之间的传导	欧债风险由希腊开始起源，逐渐向欧元区外国国家传导，最终向德法等核心国蔓延。
	从主权债务市场向银行业的传导	欧债风险通过欧洲银行业持有的欧元区国债减值、引发融资成本上升和推高信用风险三大路径加大欧洲银行业风险
	从国家层面债务风险向私人部门传导	欧债危机起初主要是部分欧洲国家的主权债务危机，但在金融资产、房地产泡沫破裂之后，私人部门持有的资产快速贬值，致使欧洲风险由公共部门逐步向私人部门传导。
	从债务风险向政治和社会领域传导	政府采取紧缩财政和减少赤字的措施，遭到民众和工会组织的强烈反对，致使社会矛盾日益恶化，引发部分国家政府发生更迭。

资料来源：作者自行整理

（一）欧债风险由欧元区外国国家向德法等核心国传导

欧债风险在欧元区内部的传导主要分为三大阶段：第一阶段（2010 年至 2011 年 6 月底）是由希腊向爱尔兰、葡萄牙和比利时的欧元区外围国家；第二阶段（2011 年 7 月至 2011 年底）是由欧元区外围国家向欧元区第三大和第四大经济体的意大利和西班牙传导；第三阶段（2012 年初至 2012 年底）是由意大利和西班牙向欧元区核心国德国和法国传导。

1. 第一阶段：希腊→欧元区外围国家

2010 年 4 月希腊政府被迫向欧盟和 IMF 求援，要求启动救助机制，致使投资者担心爱尔兰、葡萄牙和西班牙等一些同样债台高筑的欧元区成员国的经济状况，其中爱尔兰和葡萄牙首当其冲，欧债危机通过预期路径开始向爱尔兰和葡萄牙传导。2010 年 9 月 30 日，爱尔兰政府宣布因救助本国五大银行最高可能耗资 500 亿欧元，预计 2010 年财政赤字会骤升至 GDP 的 32%，公共债务将可能达到 GDP 的 113%，从而引发爱尔兰国债收益率在 11 月 11 日大幅飙升至 9%。2010 年 11 月 21 日，爱尔兰政府正式向欧盟和 IMF 请求提供救助，正式沦为第二个陷入债务危机的欧元区国家，致使欧债危机进一步升级恶化。

表 4 “欧猪五国”³赤字或盈余占GDP比例(%)

一级指标	二级指标	二级指标权重
第一类 基本要素 (权重33%)	支柱1: 制度	25%
	支柱2: 基础设施	25%
	支柱3: 宏观经济环境	25%
	支柱4: 健康和基础教育	25%
第二类 效率增强因素 (权重33%)	支柱5: 高等教育和培训	17%
	支柱6: 良好的市场效率	17%
	支柱7: 劳动力市场效率	17%
	支柱8: 金融市场发展	17%
	支柱9: 科技水平	17%
	支柱10: 市场容量	17%
第三类 创新与成熟度 (权重33%)	支柱11: 商业成熟度	50%
	支柱12: 创新	50%

2008 年全球金融危机后葡萄牙经济增速大幅下滑,2009 财政年度财政赤字占 GDP 的 9.4%,大大超出欧盟规定的 3%的上限,是继希腊、爱尔兰和西班牙之后的欧元区第四高。穆迪于 2011 年 3 月 16 日将葡萄牙的债务评级下调两级,致使其 10 年期国债的预期收益率升至 9.127%,创下该国加入欧元区以来的新高,同时葡萄牙将至少有约 90 亿欧元的债务到期,迫使葡萄牙政府于 2011 年 4 月 6 日不得不向欧盟救助,成为第三个爆发债务危机的欧元区国家。2011 年 5 月 24 日,比利时的信用评级被标准普尔由“稳定”下调为“负面”,比利时也陷入债务危机的泥潭。

2. 第二阶段：欧元区外围国家→欧元区中坚国

受房地产泡沫破灭、经济衰退以及高失业率的三重影响,西班牙财政和债务状况显著恶化。截至 2011 年末,西班牙财政赤字占 GDP 的比重达到 8.5%,赤字规模接近 900 亿欧元,国债占 GDP 的比重为 68.5%。虽然目前西班牙的债务

³ 欧猪五国是对经济不景气、出现债务危机的葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、爱尔兰(Ireland)、希腊(Greece)和西班牙(Spain)这五个欧洲国家的合称。因其英文国名首字母组合“PIIGS”类似英文单词“pigs”(猪),故名。



水平不仅在欧猪五国中是最低的，在整个欧元区也属于较低水平，但其主权债务总体规模较大，且未来前景仍不乐观。2012 年上半年，西班牙政府一直坚持在不寻求外部援助的情况下对西班牙银行业进行重组，但西班牙银行业问题和主权债务风险继续恶化，主要体现在：一是银行业风险大增。作为持有全国约十分之一存款的西班牙第四大银行，班基亚银行（Bankia）深受房地产泡沫所累，坏账严重，于 4 月向政府寻求 190 亿欧元援助资金。但 5 月末，欧洲央行否决了西班牙为救助班基亚银行提供融资的提案，从而使西班牙银行业重组的筹资问题前途未卜，进一步加剧市场忧虑。二是西班牙银行业遭遇大范围评级下调。由于担忧西班牙经济风险将对相关银行的业务模式或资本金状况构成冲击，西班牙银行业问题资产的数量有可能大幅增加，穆迪、标普等评级机构在 5 月份下调了数家西班牙银行的评级。三是西班牙资金外流日趋严重。受希腊退出欧元区可能性加大的影响，西班牙是最可能受到负面冲击的国家之一，投资者出于恐惧和自保心理，纷纷加快向外转移资金。据西班牙央行统计，2012 年第一季度，约 970 亿欧元资金撤离该国，约相当于该国 GDP 的十分之一。银行储户的信心也不断下降，银行存款近两年内已有近 1/3 转移至海外，其中仅 2012 年 4 月当月就减少了近 2%，越来越多的资金外流让银行业经营雪上加霜。四是西班牙主权评级遭遇大幅下调。6 月 7 日，惠誉将西班牙主权评级从“A”下调至“BBB”，距垃圾级仅一步之遥。评级机构伊根-琼斯在 5 月内三次下调西班牙评级至“B”级。为拯救本国银行业危机，西班牙于 6 月 9 日宣布向欧盟寻求援助并将最终获得欧元区最多 1000 亿欧元贷款。至此，西班牙成为继希腊、爱尔兰和葡萄牙之后第四个申请援助的欧元区国家，同时也是经济规模最大的求援国。西班牙获得外部援助为银行业重组提供了喘息之机，有助于缓解短期风险。

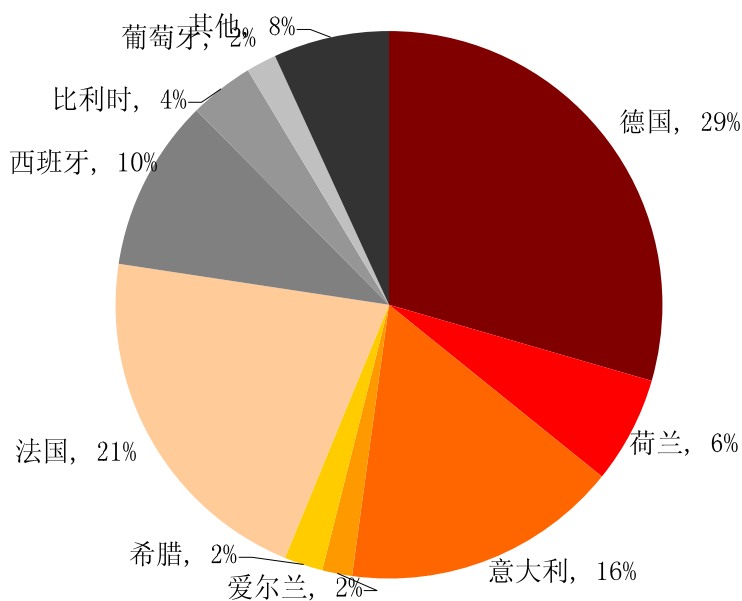


图3 2011年欧元区主要国家GDP占比

意大利是欧猪五国中最具重量级的国家，其经济总量在欧元区内仅次于德国和法国，在区内占比约16%。意大利公共债务长期以来维持较高水平，据IMF统计2000-2008年意大利公共债务总额占GDP比重均值达106%，2010年更是接近120%，仅次于希腊。随着经济增长大幅放缓以及欧债危机在欧元区的蔓延，意大利的政府支出收入比持续攀升，政府债务状况持续恶化，财政赤字及债务占GDP比重不断攀升，加剧了意大利偿债能力的大幅恶化，致使三大评级机构在2011年9月20日纷纷下调意大利主权债务评级。2011年11月初，欧洲清算所宣布提高对意大利各期限债券的交易保证金要求，使得意大利10年期国债收益率突破了7%（希腊、葡萄牙和爱尔兰申请援助的国债收益率点位）的心理点位。在各方压力之下，意大利总理贝卢斯科尼被迫辞职，欧债危机已经传导至意大利国债市场和政治社会领域。11月16日，意大利新总理蒙蒂提议的新内阁得到各政党背书，新政府宣布就职，将致力于重塑意大利的公共财政，争取于2013年实现财政平衡，并力促经济增长。然而IMF对意大利2012年和2013



年的经济增长前景较为悲观，预期其经济增速分别为-2.3%和-0.7%。

3. 第三阶段：欧元区中坚国→欧元区核心国

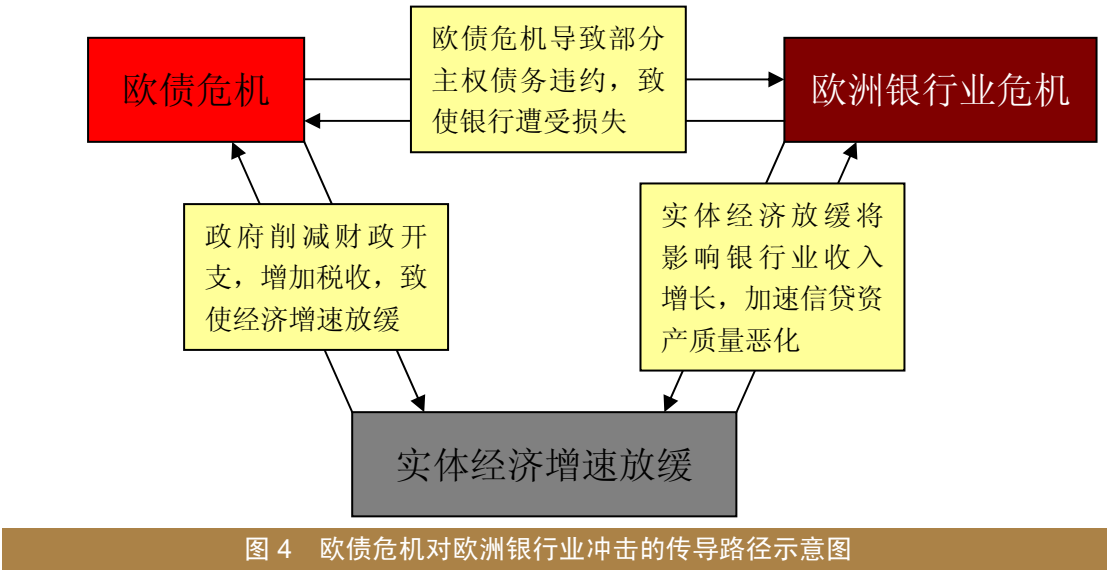
2011 年，投资者普遍担忧，法国向债务危机国提供的贷款援助、为 EFSF 提供的资金和担保以及潜在的银行重组支持，可能会对法国的主权信用评级产生不利影响，而法国借款成本持续高企、经济形势恶化，加剧了法国政府面临的财政困难，可能导致法国的主权信用评级遭到下调。2012 年 1 月 13 日，标准普尔将法国主权信用评级由最高的 AAA 下调至 AA+，这是法国 36 年以来首次失去了 3A 评级，为法国前总统萨科齐在总统大选中败北埋下了伏笔。鉴于法国是欧洲稳定机制提供资金和担保的主要出资国之一，同时法国银行业持有欧猪五国风险头寸高达 6807 亿美元，法国未来债务问题存在一定的压力，爆发债务危机的潜在风险将可能加大。

德国是欧元区经济实力与财政状况最好的成员国，是欧元区经济增长的主引擎。德国国债在欧债危机爆发以来一直被视为重要的避险资产，受大量资金追捧。但随着欧债危机的持续恶化，德国也难以独善其身：第一，对债务危机国的救助、对 EFSF 的担保以及德国银行业持有大量危机国国债等因素可能拖累德国财政状况，致使德国不同期限的国债收益率有所上升；第二，债务危机导致内需下滑，欧盟内部贸易增速放缓，德国经济增速将受到较大影响。2011 年德国 GDP 增速小幅放缓至 3.1%，但 IMF 预计 2012 年其 GDP 将仅可能增长 0.9%；第三，德国银行业持有超过 5000 亿美元的欧猪五国风险头寸，债务联动引发的金融体系系统性风险不容忽视。2012 年德国经济增长也愈发乏力，第三季度其经济环比增长 0.2%，增幅低于第一季度的 0.5%和第二季度的 0.3%，经济增速持续放缓。

（二）主权债务风险逐步引发欧洲银行业危机

2011 年 9 月 14 日，穆迪下调了法国农业信贷银行和法国兴业银行的信用评级，这是欧债危机爆发以来欧洲银行业的评级首次被调低，标志着危机由国债市场传递到银行间市场，市场出现新的风险点。随后，意大利、葡萄牙、西

西班牙和英国等国的数十家银行先后遭遇评级下调。欧洲多数银行股在 2011 年 8 月和 9 月份大幅下挫，自 2011 年初至 9 月底平均降幅约为 40%；欧洲银行的违约风险也大幅攀升，一些银行的 CDS（信用违约掉期）息差 2011 年已扩大了 200 多个基点。由于市场流动性继续衰竭，部分银行遭遇流动性危机并被迫破产，法国和比利时合资的德克夏银行成为欧债危机中率先倒下的银行。欧债危机向欧洲银行业的溢出效应主要通过以下路径（见图 4）传导：



资料来源：作者自行整理

传导路径一：欧债危机致使欧洲银行业持有的欧元区国债资产质量急剧恶化。随着欧洲一体化进程的加快，欧元区成员国之间金融开放度和相互依赖程度有所提升，欧洲银行业大量交叉持有各国国债。随着欧债危机的逐步发酵和恶化，欧猪五国的国债违约风险持续升高且价格不断下跌，银行业大幅减计主权债务形成了大量不良资产，导致巨额亏损，对银行经营形成较大冲击。

传导路径二：欧债危机带动银行业融资成本上升，加剧短期融资难度。随着欧猪五国违约风险的上升，其国债收益率也随之大幅攀升，并带动整个金融市场收益率的上升，欧洲银行业融资成本支出大幅增加。随着欧洲银行所持有



的欧洲国家国债质量的下降，欧洲银行业融资抵押品质量也显著下降，这无疑进一步增加了银行业融资的难度。同时，欧债危机对于银行未来经营负面影响的不确定性，导致同业拆借市场资金拆借意愿下降，银行即使付出较高的利率也无法筹集到足够的流动性。

传导路径三：欧洲银行业对同业及企业授信业务的信用风险也在不断升高。一方面，欧洲银行间业务往来密切，相互授信并持有债券，欧债危机对于部分银行风险的传导将进一步传递到其他银行。正是由于欧洲银行业这种密切关系，更进一步加快了风险在欧洲银行业内的传导和发酵速度，使得银行危机在整个欧洲银行业蔓延。另一方面，欧债危机促使政府降低支出、增加财政收入，财政紧缩政策将对欧洲未来经济增长造成较大负面影响。实体经济的放缓将使企业、居民信贷资产质量恶化，制约银行收入增速和盈利水平提升。

欧洲各国之间较为密切的经济联系，推动了风险传递途径的多元化，使得风险蔓延速度更快。上述三种传导途径中，前两个传导途径短期内对欧洲银行业的影响较大，而传导途径三的影响力则会随着经济增速放缓而逐步放大。在欧债危机对于欧洲银行业风险输入的同时，银行业危机会反作用于欧债危机，进而放大欧债危机的破坏力。

欧债风险向欧洲银行业的传导致使其面临两大风险：一方面，银行业面临着流动性枯竭的风险。欧洲银行业吸储能力较差，资金近六成来自同业拆借，由于遭遇评级下调和市场风险扩大，交易对手收缩了彼此之间的交易规模。同时，来自欧洲之外的融资规模也开始减少，美国货币市场自 2011 年 5 月份起就大幅削减了对欧洲的风险敞口，截至 2011 年 8 月底，美国最大的十只货币市场基金对欧洲银行的短期贷款总额较 7 月底下降了 8%，较 5 月底下降 27%，这使欧元区银行间市场的流动性大幅降低。另一方面，银行业面临着资本金不足的困境。欧洲目前仍然采取以市定价的会计准则和以风险价值为基础的资产负债管理模式，随着风险激增，银行开始在市场上抛售资产，进而导致资产价格螺旋式下跌，坏账率随之提高，银行的资本充足率下降。为了达到巴塞尔协议 III 的标准和应对风险，部分欧洲大型银行被迫收缩资产负债表，业务经营出现困

难。

（三）欧债风险由公共部门向私人部门传导

欧债危机起初主要是部分欧洲国家的主权债务危机，但由于种种原因无法在短期内解决，极大地影响了欧洲金融市场、消费者信心和劳动力市场，致使欧元区成员国失业率大幅攀升，股市和房价出现持续下跌，私人部门持有的资产快速贬值，部分家庭财产出现了严重资不抵债的现象，致使欧洲风险由公共部门逐步向私人部门传导。从 2010 年以来，欧债危机的不断升级恶化迫使欧元区危机不断削减财政赤字和福利水平，致使部分国家失业率持续走高，西班牙 2012 年 10 月失业率和希腊 9 月失业率分别升至 26.2% 和 25.7% 的历史新高，这也加剧了欧元区消费者信心的大幅下挫，进一步加剧了欧元区经济的持续低迷。此外，以西班牙为代表的部分危机国的房价出现大幅下滑，也加剧了私人部门资产的萎缩。从 2011 年起，西班牙房价跌幅不断加大，2012 年前三季度西班牙全国房价指数分别同比萎缩 12.6%、14.4% 和 15.2%。

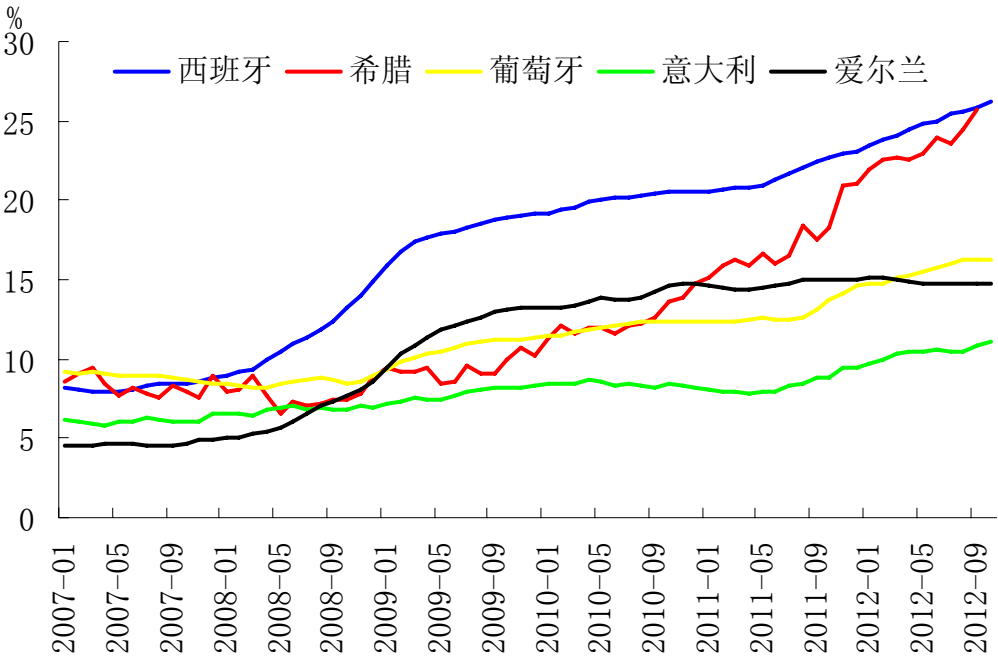


图 5 欧猪五国失业率变化趋势（2007.01—2012.10）

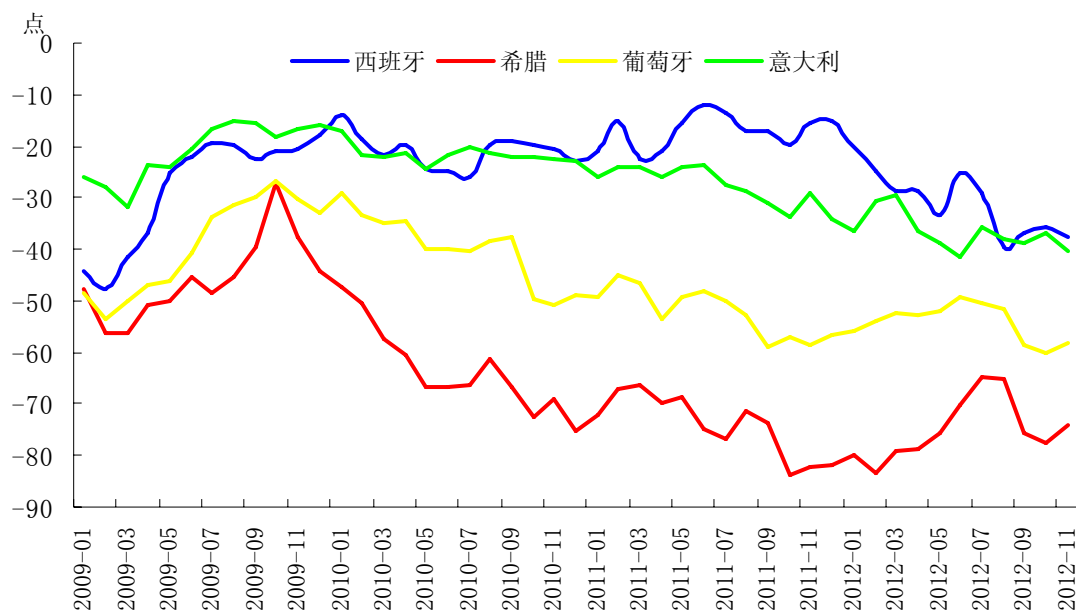


图6 欧猪五国消费者信心变化趋势（2009.01—2012.11）

（四）急剧扩散的欧债风险加大社会和政治风险

随着欧债危机的不断升级，葡萄牙、西班牙、法国、爱尔兰、意大利等国政府也纷纷采取增加税收、减少薪酬、裁员、养老金冻结和私有化等手段紧缩财政，减少赤字，遭到民众和工会组织的强烈反对，欧洲各主要城市不断爆发各种游行示威活动，社会矛盾日益恶化，引发希腊、西班牙和意大利等国政府发生更迭，欧洲社会安全风险大增，欧债风险已经从经济领域向政治和社会领域传导。

表5 欧债危机对欧洲政治的影响

国家	领导人	政府更迭状况
爱尔兰	前总理布莱. 科恩	在民众和欧盟的重压下，党内人士倒戈相向，失去 1/3 部长支持的科恩内阁改组失败，终究在 2011 年 2 月被现任总理恩达. 肯尼替代。
葡萄牙	前总理苏格拉底	葡萄牙前总理苏格拉底于 2011 年 3 月 23 日辞职，由于他所带领的少数党政府提出的新紧缩未能获得来自反对党派的支持，葡萄牙被迫寻求外部援助的可能性增加。6 月的选举中，科埃略接替苏格拉底成为新一届葡萄牙总理。

斯洛伐克	前总理拉迪娇娃	欧债危机持续恶化的局势下，2011 年 10 月 11 日，斯洛伐克国会否决扩大欧洲金融机制权限计划，拉蒂娇娃领导的政府随即倒台。
希腊	前总理潘德里欧	2011 年 11 月 9 日希腊总理帕潘德里欧宣布辞职，债务危机爆发以来，希腊政府在两年的时间里推出了至少 7 轮紧缩措施，在国内遇到强大阻力，支持率迅速下跌，令帕潘德里欧不堪重负而辞职，11 月 11 日，由帕帕季莫斯领导的希腊联合政府宣誓就职。
意大利	前总理贝卢斯科尼	2011 年 11 月 12 日，意大利前总理贝卢斯科尼正式辞职，当时的贝卢斯科尼政府为应对债务和经济危机出台的财政紧缩计划因为难以兼顾各界诉求、平衡各方利益而遭到诟病。
西班牙	前首相萨帕特罗	债务警报拉响后，西班牙提前 4 个月举行大选，萨帕特罗宣布放弃参选，2011 年 11 月 20 日西班牙反对党人民党候选人马里亚诺·拉霍伊在大选中胜出。
法国	前总统萨科齐	志在连任的萨科齐虽然高举“强大法国”的旗帜，并试图打造“危机总统”形象，但最终未能实现逆转。2012 年 5 月 6 日，奥朗德在第二轮投票中获得 51.8%到 52%的选票，击败萨科齐当选新一届法国总统。

资料来源：作者自行整理

三、欧债风险在全球范围内的传导机制

欧债危机向欧元区核心国蔓延的同时，亦通过两大路径在全球范围内快速传导：一是通过资本流动、金融机构和预期路径向全球金融市场传导，导致全球避险情绪大增，资金一方面从欧元向美元回流，推动欧元汇率大幅波动，整体呈贬值趋势，另一方面，资金从风险较大的股市和欧洲债券市场向美国国债市场和黄金市场流动，致使国债市场利率分化严重，股市动荡加剧；二是通过国际贸易和资本流动路径向全球经济传导，对欧元区经济增长的冲击进一步增大，致使 2012 年欧元区经济陷入衰退，而美国和新兴市场经济增长亦将放缓。

（一）欧债危机致使全球金融市场动荡加剧

随着欧债危机的升级恶化，全球金融市场也随之跌宕起伏，导致美元避险作用凸显，加速了国际资本从欧元区的逃离，再加上投机性资本的大肆炒作，造成了国际金融市场的剧烈动荡和欧元汇率的大幅波动。

1. 致使全球资本流动不稳定性加剧

资本流动是全球金融市场和外汇市场震荡的核心和纽带，欧债危机通过改



变市场风险偏好，推动资本在各国和各大金融市场之间无序流动，从而加大了全球资本流动的不稳定性。当欧债危机对欧洲经济和银行业造成较大负面冲击时，资本的避险需求便会急剧上升，推动欧洲金融市场和外汇市场的资本大量外流至其他区域或者进入黄金市场和美国国债市场，从而推动美国国债收益率的下降和欧洲国债整体收益率的上升；同时，资本从欧元市场流向美元市场亦加速了欧元汇率贬值；在欧洲国债市场之间也存在结构问题，即资本可能从风险较大的欧元区外围国家国债流向风险相对较小的德国和法国国债，引发欧元区国债收益率的分化。一旦欧债危机缓解，全球经济增长差异、货币政策调整等因素将主导欧洲的资本流向，资本倾向于流向经济增长前景光明且基准利率水平较高的经济体，从而相应地引发欧元汇率和欧洲国债收益率的联动变化。

欧债危机的扩散和深化，在很大程度上改变了发达国家与新兴经济体的风险溢价对比和全球资金流动格局，加大了全球资金流动的无序性。2011 年以来，全球资金流动主要呈现以下三大特征：其一，新兴市场与发达经济体股市资金流向出现逆转。以“金砖四国”为代表的新兴市场经济体股市呈现整体资金净流出。据 EPFR（新兴市场投资基金研究公司）统计，2011 年全年中国、俄罗斯、巴西和印度股市资金的净流出量分别为 88.74 亿美元、88.61 亿美元、56.38 亿美元和 30.43 亿美元，而发达经济体则呈整体小幅净流入，这一趋势在 2012 年继续延续。欧债危机的持续恶化导致避险需求激增，是引发资金从新兴市场回流发达经济体的主要原因，而中东地缘政治紧张、日本大地震、美国主权评级遭遇下调等事件加剧这一趋势。其二，从发达经济体来看，以美国为代表的北美地区资金流入明显，欧洲则呈整体流出趋势。尽管欧洲银行业因去杠杆化及流动性风险凸显而被迫将资金从新兴市场大幅回撤至欧洲，但全球投资者对欧债风险敞口的担忧导致欧洲整体仍呈资金流出趋势，而美国复苏前景相对较好及美债的安全港效应则吸引更多资金流入。其三，从金融市场角度看，资金从高风险资产流向避险资产。美债、美元、日元及瑞郎等避险资产受到资金追捧，股市、欧债则成为资金流出的重灾区，资金在不同地区、不同市场之间的无序流动加剧了全球汇率及大宗商品价格的不确定性和不稳定性。

2. 致使欧元汇率大幅波动，整体呈贬值趋势

全球金融危机的爆发使欧元的国际地位一度得到了提升，欧元对美元汇率从 1.25 的低位回升到 1.5 左右，并在 2008 年的 4 月 22 日创下了 1.6 的历史最高纪录。然而随着欧债危机的爆发和不断升级，投资者对欧元区金融和经济状况的担忧逐步加剧，致使欧元大幅下挫。欧元对美元汇率大致经历了 2010 年至 2011 年上半年的“先抑后扬、整体持平”和 2011 年下半年至 2012 年 12 月的“整体震荡下行”两大阶段。

欧债危机的每一次急剧恶化都会引发欧元对美元汇率的持续震荡贬值。2010 年初至 6 月希腊债务危机的急剧恶化致使欧元对美元汇率从 1.4413 狂跌至 6 月 7 日的 1.1914，贬幅高达 17.3%。自 2010 年下半年开始，欧盟出台的一系列救助措施使债务危机在动荡中趋于缓和，一直备受主权债务危机困扰的欧元也出现了大幅反弹，爱尔兰债务问题急剧恶化让欧元出现了短暂的贬值，但在 2011 年上半年仍保持整体震荡上行趋势。随着 2011 年 5 月希腊债务可能重组的消息传出后，希腊、葡萄牙和爱尔兰再次被下调主权信用评级，加上意大利 10 年期国债收益率大涨，欧元从 7 月开始一路震荡下跌。进入 2012 年，年初欧洲央行第二轮再融资操作的实施和希腊达成第二轮救助计划曾推动欧元汇率上升，但之后法国、希腊国内选举结果使市场对欧债危机前景产生恐慌情绪，西班牙银行业危机大幅恶化也令欧元承压，致使欧元对美元汇率在 2012 年 7 月 24 日下探至 1.2061 的近两年来最低点。随着全球新一轮量化宽松政策的推出和欧洲稳定机制的正式实施，欧债短期市场风险明显下降，欧债危机集中爆发的概率大幅降低，推动欧元出现小幅反弹至 12 月上旬的 1.30 附近。截至 2012 年 12 月 7 日，欧元对美元汇率收于 1.2934，较 7 月 24 日升值 7.24%。

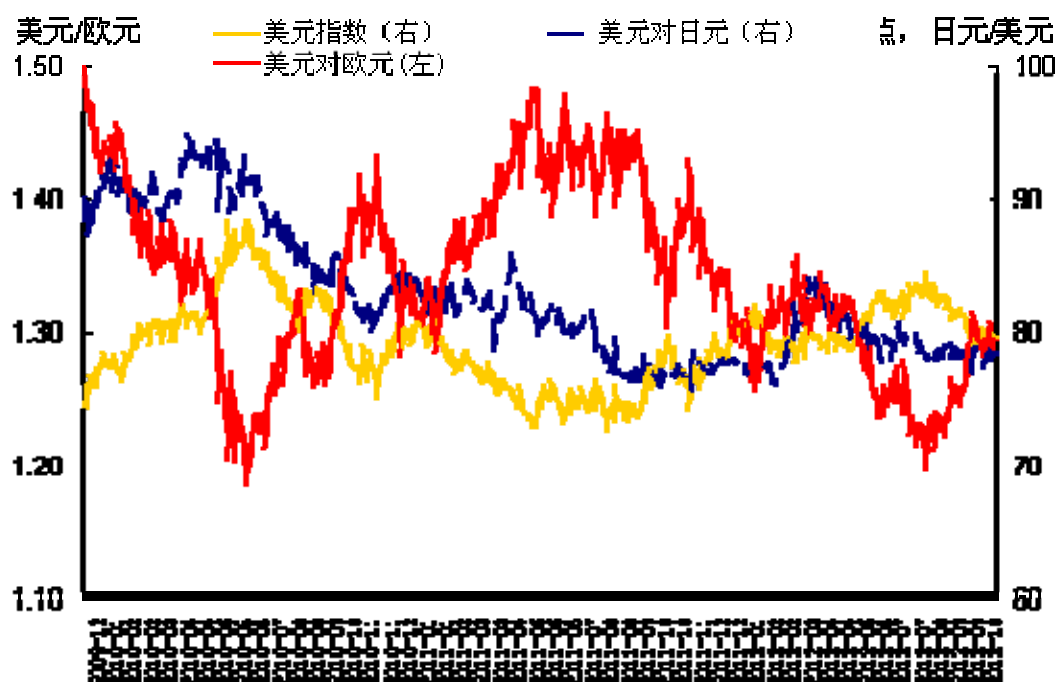


图7 美元指数、美元对其他货币汇率趋势图

3. 全球股市剧烈震荡

2010年上半年, 欧债危机不断扩散和蔓延引发全球金融市场剧烈波动并震荡下跌。随着欧债危机在下半年有所缓解以及主要经济体持续宽松的货币政策基调逐渐明确, 全球股市呈现出持续上涨态势。截至2010年末, MSCI全球股市指数收于1280.07点, 全年上涨9.55%。但2011年欧债危机升级恶化对全球股市的影响程度不断加大, 致使全球股市在第二季度开始大幅下挫。其中, 美股表现略优于其它股市, 美国道琼斯指数年度涨幅5.5%, 是唯一实现2011年度上涨的股指, 标准普尔500指数全年持平, 纳斯达克综合指数下跌1.8%, 欧洲、日本及新兴市场等主要股市呈现不同程度的下跌, 其中MSCI金砖四国指数2011全年跌幅接近25%, 全球股市市值全年缩水6.08万亿美元至45.91万亿美元。2012年上半年, 受欧债危机反复不定和美国经济数据喜忧参半影响, 投资者在避险或是趋利的选择中左右摇摆, 致使全球股市呈现N字形走势。三季度以来, 由于美欧等经济体竞相加大货币宽松力度、欧债危机有所缓和以及美国经济复苏渐趋稳固等因素共同推动, 全球股市基本呈现震荡上行走势。截至10

月 15 日，全球股市市值较 2011 年末增长 4.59 万亿美元至 50.6 万亿美元，上涨幅度为 9.9%。

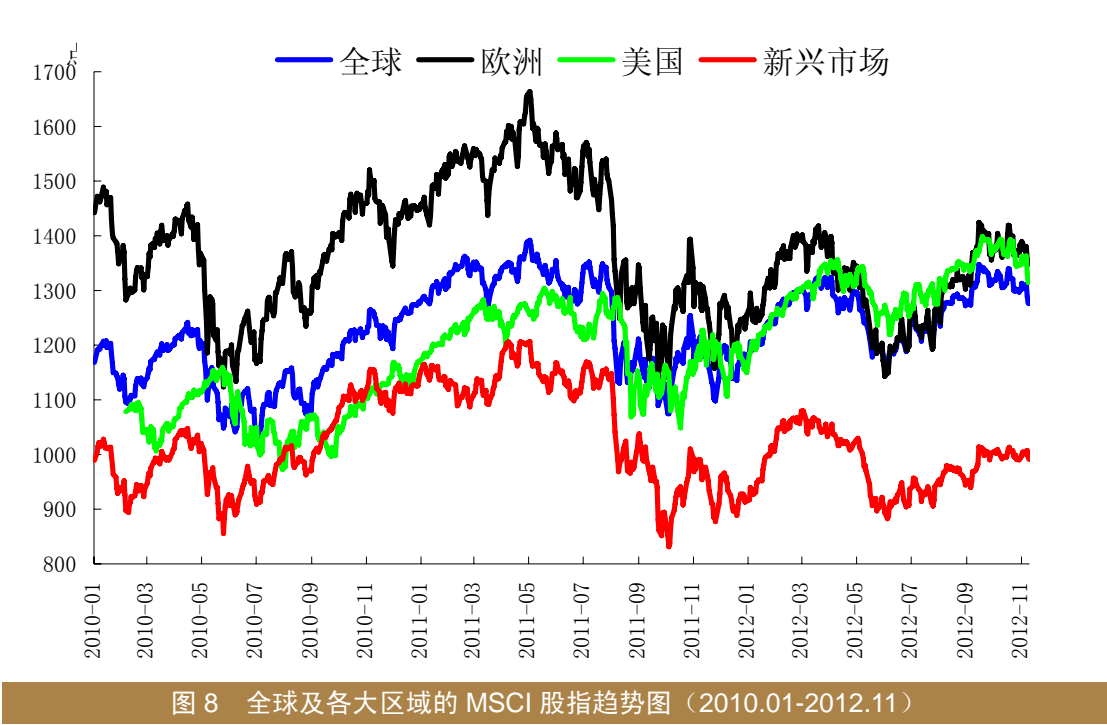


图 8 全球及各大区域的 MSCI 股指趋势图 (2010.01-2012.11)

4. 欧洲债券市场收益率大幅攀升且分化加剧

国债收益率是影响资本市场利率的重要因素。当 1999 年欧元启动之后，欧洲国债收益率亦存在差异，最为首要的影响因素是发行国家的信用风险，信用风险高的发债主体必须付出相应的风险溢价，其国债收益率亦相应上浮。由于具有高流动性和较为完善的衍生品市场，德国 10 年期国债收益率一般被看作欧洲国债市场的基准收益率。欧洲其他国家 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率的差额，在一定程度上体现了其他国家的主权信用风险水平，息差越大，说明该国的主权债务风险水平越高。

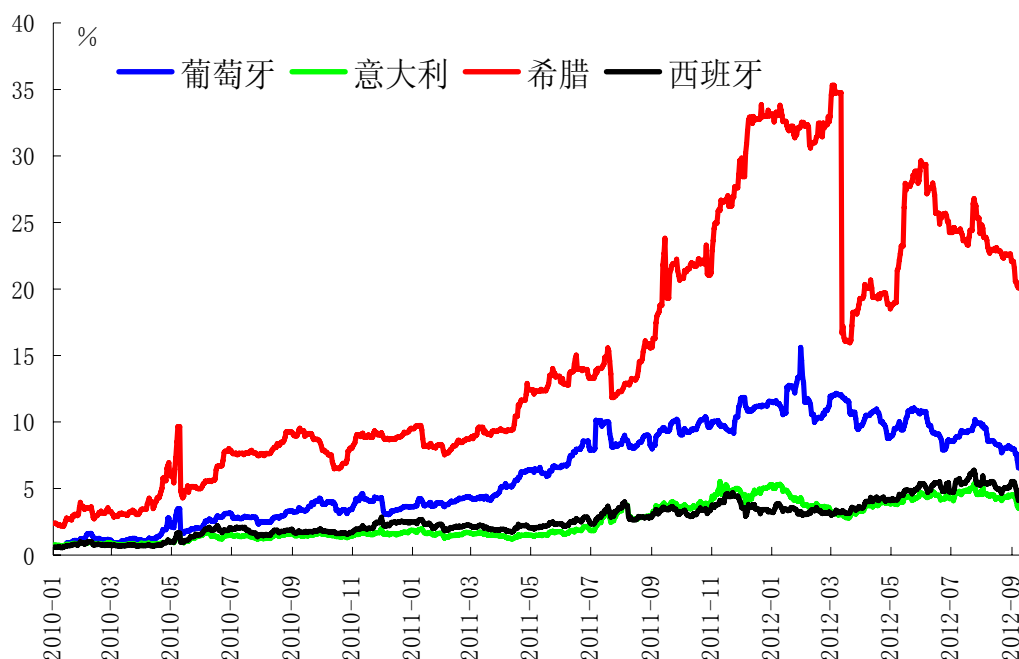


图9 欧洲国家10年期国债收益率与德国国债差额变化趋势

欧债危机爆发以来，欧洲债券市场呈两大变化趋势：一方面，欧债风险的大幅上升导致受危机冲击较为严重的欧元区成员国国债收益率整体呈大幅上升趋势。从2010年起，希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利的国债违约风险持续加大，致使其10年期国债收益率整体大幅震荡上升。另一方面，金融机构、政府等国际债券投资者更倾向于将持有的欧猪五国国债转换成主权债务风险较小的德法等国的国债市场，致使欧元区其他国家10年期国债收益率与德国的差额不断攀升，加剧了欧洲债券市场的收益率分化。从2010年起，希腊、葡萄牙、意大利和西班牙等国的10年期国债收益率与德国10年期国债收益率的差额不断拉大，分别从2010年1月1日的2.387个、0.69个、0.755个和0.591个百分点大幅攀升至2012年11月2日的18.194个、8.45个、4.943个和5.661个百分点。

（二）欧债危机对全球经济增长的影响

1. 对欧元区冲击程度最高，经济可能陷入衰退

欧债危机的不断发酵主要从两个层面对欧元区经济产生负面影响：一方面，迫使欧元区国家出台财政紧缩计划，大幅削减政府支出和社会福利支出并增加税收，这将在一定程度上抑制私人消费，进而制约投资和内需的增长，致使经济失去增长引擎，致使经济增速继续放缓。另一方面，欧债危机久拖未决，不仅使危机国政府融资成本大幅上升，而且巨额的财政赤字和债务负担使扩张性的经济刺激政策难以为继，经济增长缺乏足够的资金投入，最终导致危机国家的经济进入徘徊低迷状态。

尽管受到欧债危机冲击，2010年欧元区经济仍保持了2.0%的增长率，但区内国家却呈现明显的两级分化。欧元区核心国德国经济增速高达4.0%；欧元区外围国和中坚国的经济复苏步伐缓慢，甚至出现了衰退的迹象，而希腊、西班牙和爱尔兰的经济增速已经下滑至-4.5%、-0.3%和-1.0%。2011年欧债危机的持续发酵致使希腊、西班牙和意大利等成员国的国债收益率节节攀升，欧洲银行系统的流动性也日渐紧张。在财政紧缩与信贷紧缩的双重影响下，欧洲大部分国家的经济增速均继续下滑，希腊、葡萄牙等外围国经济持续衰退，意大利、西班牙等中坚国增长乏力，德法等核心国也难以独善其身。2011年欧元区GDP增速由2010年的2.0%放缓至1.4%，欧债危机对欧元区大部分国家经济增长产生了大范围的负面冲击。2012年，不断深化的欧债危机对欧元区经济增长的冲击进一步增大，前三个季度欧元区GDP同比增长率分别为0%、-0.5%和-0.6%，陷入2009年初以来的第二次技术性衰退。预计欧元区2012年全年经济增长率为-0.4%，2013年其经济可能温和复苏，增速将仅可能维持在0.1%的低位，原因如下：

其一，从主要宏观指标运行情况看，区内工业产值、消费开支、固定资本形成、政府支出等经济指标仍处于全面下滑过程中，作为重要领先指标的制造业采购经理人指数(PMI)从2011年第三季度起已连续14个月处于荣枯线以下，欧元区失业率至10月份已经攀升至11.7%的历史高点。

其二，从主要成员国经济增长情况看，在边缘国家深陷衰退泥沼的同时，作为欧洲经济“发动机”的德国经济增长动力明显衰减，前三季度其经济环比



增速分别为 0.5%、0.3%和 0.2%。预计 2012 年德国经济增长率将放缓至 0.9%，而西班牙、意大利、葡萄牙和希腊经济增长率将可能分别达到-1.5%、-2.3%、-3.2%和-6.5%。

其三，欧元区经济运行仍面临较大下行风险：首先，财政紧缩压力依然沉重，继 2012 年大幅削减财政支出之后，西班牙、意大利和希腊 2013 年还将分别削减 400 亿、255 亿和 73 亿欧元公共开支。其次，银行业持续“去杠杆化”将进一步打击疲弱不堪的经济，IMF 预计 2013 年底欧洲主要银行的资产总额将较目前缩水 2.8 万亿美元，导致边缘国家信贷供给收缩 9%。其三，主权债务危机不仅导致市场风险大幅上扬及融资成本上升，还沉重打击了企业和消费者的信心，进而拖累经济复苏。

2. 三大路径冲击美国经济，负面影响相对较小

欧债危机主要通过国际贸易、直接投资和金融资产损益三大路径对美国经济产生一定的拖累，但负面影响相对较小，2011 年美国经济增速从 2010 年的 2.4%放缓至 1.8%，预计 2012 年和 2013 年将可能分别回升至 2.2%和 2.1%。

（1）传导路径一：国际贸易

首先，欧盟和美国作为全球最重要的两个开放经济体，双边贸易对各自经济贡献巨大，欧美商品和服务贸易总额占到了全球贸易额的 40%左右。欧盟是美国除北美自贸区外最大的出口需求地。自 2009 年末欧债危机爆发以来，美国对欧盟的出口连续 3 年保持低于平均出口增速的状态。初步估算显示，欧盟进口疲软对美国 GDP 增长的负面拖累，在 2010 年、2011 年和 2012 年分别为 0.05 个、0.14 个和 0.2 个百分点。虽然美国经济增长主要依靠内需消费，但这种外需拖累的程度近 3 年来也在逐渐增加并可能在未来持续。

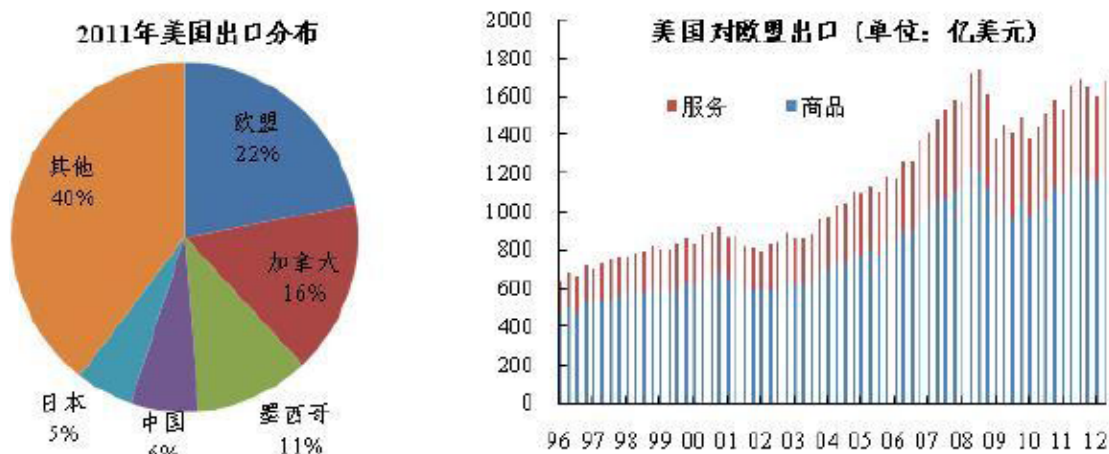


图 10 美国对欧盟外贸占比巨大

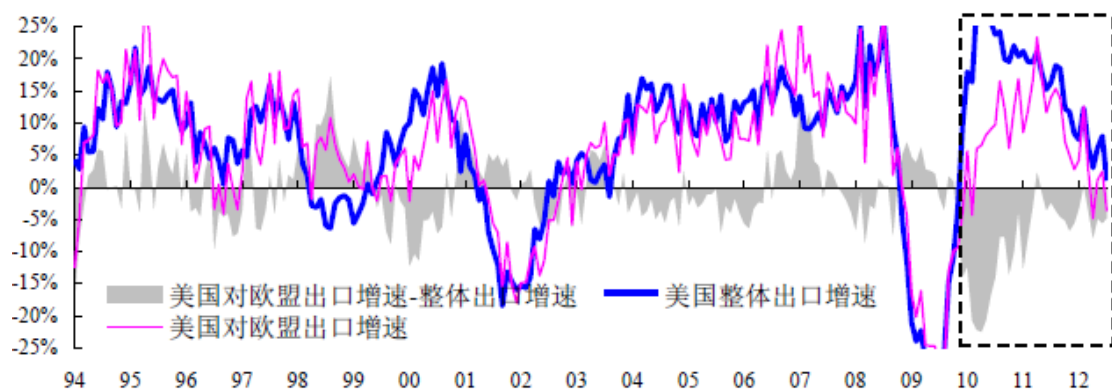


图 11 美国对欧盟出口增速弱于整体出口

(2) 传导路径二：直接投资

相比于外贸，欧美经济的关联性更多体现在相互直接投资领域。欧洲对美国的 FDI 相对美国本土获得外部 FDI 的占比，近几年在 50%-60% 的区间内波动，但自 2009 年以来无论绝对规模和占比都明显萎缩。贸易和 FDI 的高相关性也提供了大量就业岗位，2011 年美国国会有关欧美贸易的一份报告指出，截至 2009 年，由欧美企业在对方分支机构直接雇佣的就业岗位就高达 400 万个。近 3 年来欧盟对美 FDI 的收缩对美国就业改善有直接负面拖累。

(3) 传导路径三：金融资产损益



相比于外需和 FDI 的实体经济传导，资本自由流动和金融资产高相关性对美国的影响较小。欧美相互持有的金融资产规模巨大，但美国主要以持有欧洲的权益类资产为主，并且以 2010 年的数据看，超过 55% 的头寸集中在法国、德国和荷兰三国，对欧猪五国的头寸只有 20% 左右。此外，从 2011 年年中开始，美国的监管机构开始敦促货币市场基金等金融机构减持欧洲头寸和相应风险暴露，一定程度上曾加剧欧洲市场短期流动性风险。目前从流动性指标看，这一担忧已大大缓解。在未来欧央行货币政策控制债务危机风险、美联储维持量宽刺激的背景下，美国金融机构由于欧洲投资损益而大幅收缩信贷的可能性较小。

3. 致使新兴市场经济增速放缓，资本大幅外流

2011 年欧债危机已经开始对新兴市场产生了一定程度的冲击，而 2012 年欧债危机的不断升级恶化通过资本流动和贸易渠道对新兴市场经济金融的负面影响不断加大：一方面，新兴市场资本大量外流，本币迅速贬值，外汇储备缩水，外债负担有所加重；另一方面，受美欧日经济衰退影响，新兴市场出口大幅萎缩，投资和消费需求亦受到拖累，经济增速持续放缓。其中，自 2009 年第一季度以来，中国 GDP 增速连续七个季度持续放缓，跌至 2012 年第三季度的 7.4%；印度 GDP 增速由 2011 年第二季度的 8% 大幅下挫至 2012 年第三季度的 5.3%，创下近 10 年来新低；自 2010 年第二季度起，巴西 GDP 增速连续 9 个季度持续下滑，2012 年第三季度 GDP 增速仅为 0.9%，几近停滞；2012 年前三季度，俄罗斯 GDP 增速分别为 4.9%、4% 和 2.9%，降至三年来新低。今年 10 月份 IMF《世界经济展望》预测，2012 年新兴市场经济增速将可能由 2011 年的 6.2% 放缓至 5.3%，其中，中国、巴西、印度和俄罗斯 GDP 增速将可能分别放缓至 7.8%、1.5%、4.9% 和 3.7%。

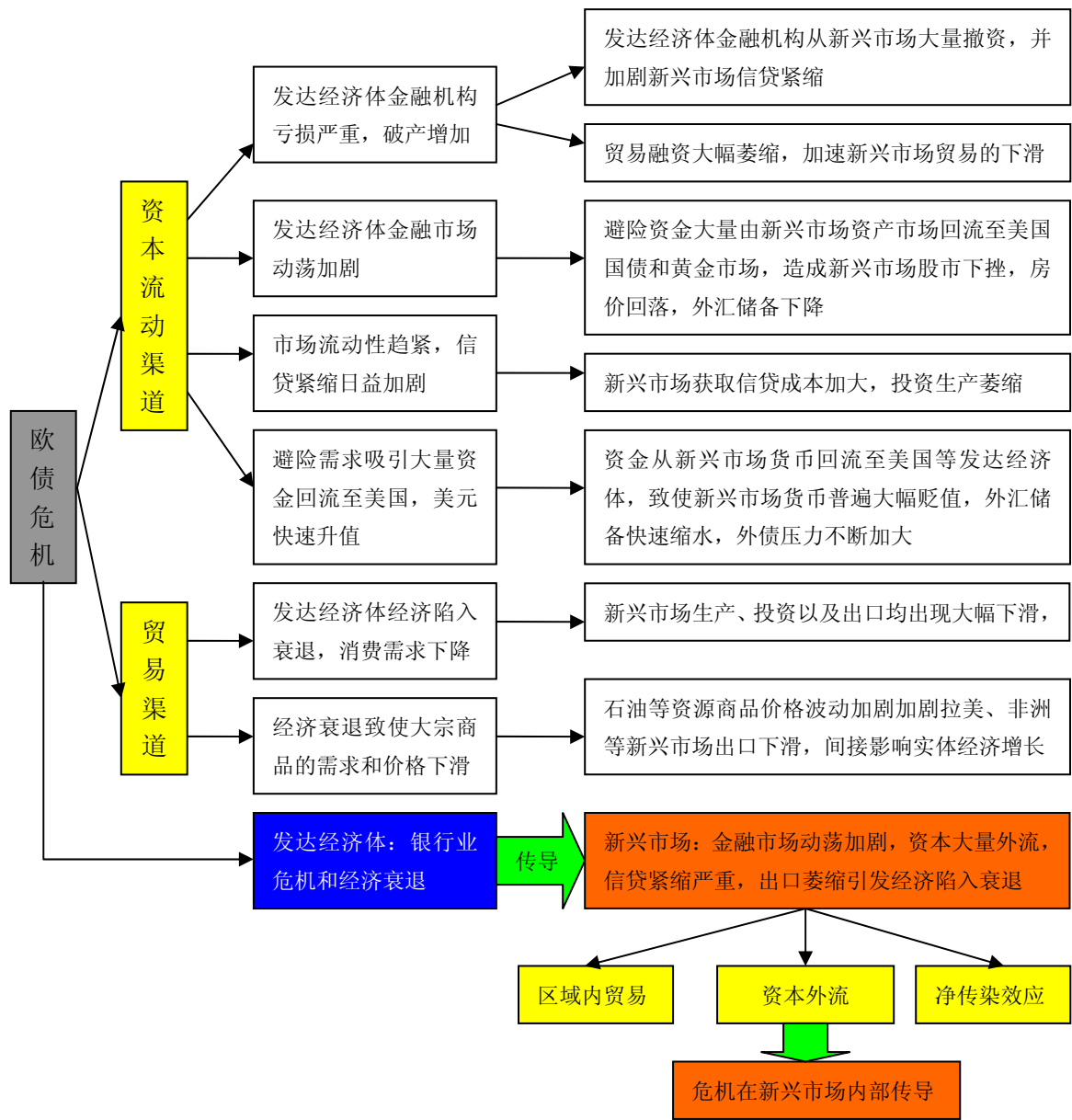


图 12 欧债危机对新兴市场冲击的传导路径示意图

此外，由于近年来新兴市场之间的经贸和金融合作日益增强，再加上新兴市场金融体系的内在脆弱性及普遍较高的金融自由化程度，欧债危机的影响也会在新兴市场内部进行传导，致使新兴市场经济增长出现“协同减速”效应。新兴市场内部传导渠道有以下三方面：一是以趋同的产业结构为基础，通过区域内贸易在新兴市场内传导。二是金融风险通过资本流动渠道在新兴市场内迅



速传导。本区域的一个经济体遭受金融危机重创后产生的资本外流，可能将致使投资者抽回在本区域其他经济体的投资，并引发本区域出现大规模的资本外流现象。三是区域内新兴市场金融体系相对较不稳定且关联度较高，金融风险容易通过净传染效应在新兴市场自我强化，从受危机冲击较大的新兴市场经济体向其他经济体传导，并在内部迅速蔓延。

2012 年以来，新兴市场货币由于欧债危机动荡引发全球风险偏好骤降，国际资本纷纷从新兴市场撤出，巴西、印度、俄罗斯等国货币大幅贬值。自 4 月末至 5 月 21 日，印度卢比、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、韩元、泰铢和阿根廷比索分别较美元贬值了 7.6%、7.5%、5.6%、2.7%、1.8%和 1.1%。尽管货币贬值有利于促进出口，但部分新兴市场货币贬值已经出现失控趋势。欧债危机的持续演化使巴西雷亚尔成为受冲击最严重的新兴市场货币，2012 年 5 月 21 日已较去年 6 月末大幅贬值 23.4%，印度卢比和阿根廷比索的同期贬值幅度也分别达到 9.2%和 8.0%。为了抑制本币继续贬值，巴西、印度、韩国纷纷对汇市进行干预，但效果并不明显。

下半年，受美联储 QE3 政策推动美元贬值影响，新兴市场货币汇率一改第二季度大幅贬值的颓势，在 8 月和 9 月呈现不同程度的被动升值趋势，除巴西雷亚尔在政府进行外汇市场干预后保持震荡以外，其他金砖国家货币均较美元出现不同程度走强。截至 2012 年 10 月 15 日，印度卢比、俄罗斯卢布和巴西雷亚尔对美元分别较 6 月底升值 7.1%、4.2%和 1.9%。

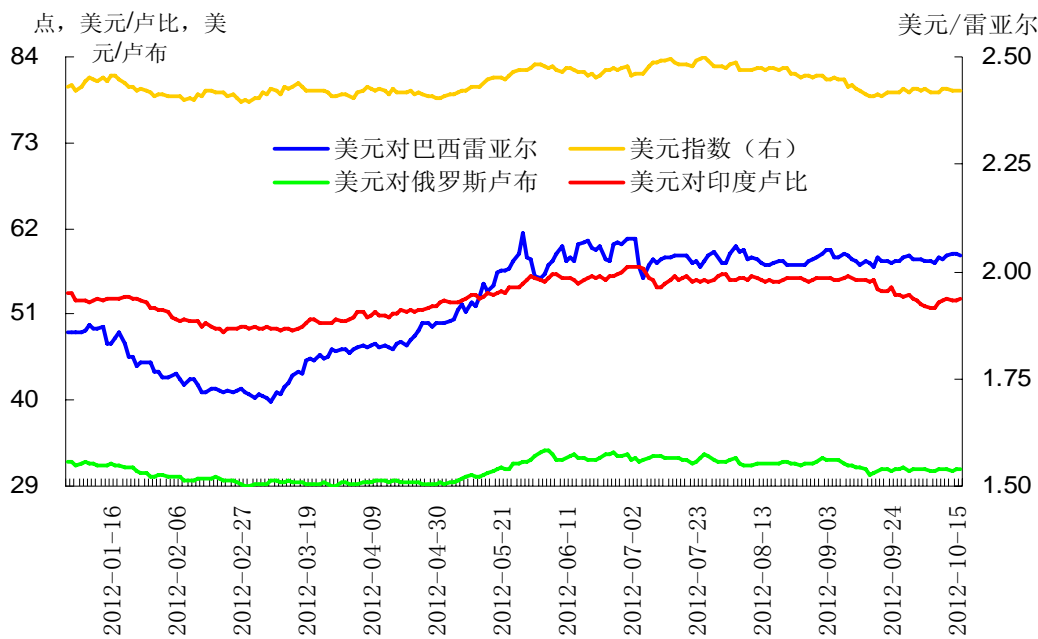


图 13 金砖四国货币兑美元汇率及美元指数变化趋势图（2012.01~2012.11）

随着欧债危机引发的新兴市场经济增长普遍放缓以及通胀水平下降，巴西、印度等新兴经济体纷纷逆转 2011 年以来的货币收紧政策，在 2012 年上半年进一步加快货币宽松步伐。其中，巴西降息幅度最大，从 2011 年 8 月起连续 10 次降息，基准利率从 12.5% 大幅下调至 7.25%；2012 年初至 12 月 10 日，中国、印度、韩国和印尼分别降息 50 个、50 个、25 个和 25 个基点。但随着全球食品价格居高不下，加之 9 月份欧洲央行、美联储以及日本央行推出新一轮的量化宽松政策，新兴市场通胀率在 2012 年下半年已经出现了高位反弹，巴西和印度 10 月份 CPI 分别小幅反弹至 5.45% 和 9.6%，而 11 月俄罗斯 CPI 则从 6 月的 4.3% 大幅反弹至 6.5%。

在这种复杂背景下，新兴市场经济体的货币政策开始出现分化。为了刺激经济增长，2012 年 10 月巴西央行再次降息 25 个基点，基准利率已降至 7.25% 的历史低点；9 月中旬，韩国、菲律宾和印度在内的诸多亚洲新兴经济体均选择按兵不动；但与此同时，为抑制通胀反弹，9 月 13 日俄罗斯央行将再融资利率从 8% 提高至 8.25%，这是该国自 2011 年 4 月以来的首次加息，也是今年以来



首个加息的新兴经济体。从目前来看，不同新兴市场经济体的货币政策前景各有不同，但大部分新兴经济体都还有进一步放松货币政策的空间，但空间将随着未来通胀和经济可能出现的反弹趋势而不断减小；部分通胀反弹势头迅猛的经济体将可能陆续实现货币政策从宽松向收紧的反转。

四、欧债危机短期趋势判断及其深远影响

（一）欧债短期风险大幅降低，长期仍未根本缓解

欧债危机是多方面因素相互交织、叠加作用的结果，其彻底解决需要从三个层面去循序渐进地逐步开展：第一层面，通过确立常设性的资金救助机制，解除债务危机的市场风险，这是阻断危机蔓延的“治标”之策，但不可或缺；第二层面，通过强化财政纪律约束及推进财政一体化进程，消除债务危机产生的土壤和机理，这是化解危机的中间层次；第三个层面，通过结构性改革提升经济竞争力、恢复经济增长，这是解决欧洲主权债务危机的根本途径。

自 2010 年以来，欧元区主要国家、欧盟和部分国际组织纷纷出台救助措施（见下表 6），以缓解欧债危机对欧元区乃至全球经济金融体系的冲击。从本质上看，绝大部分举措都在致力于完成第一层次的目标，即在短期内化解市场风险、阻断危机持续蔓延。其中，最为关键的是 2012 年 10 月 8 日正式启动的欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, 以下简称 ESM）。ESM 相当于为危机国及其银行业救助提供了一个保障机制，这是一项在欧盟拥有法律基础的永久性机制，因此对于消除不确定性、降低市场恐慌具有显著作用，再加上欧洲央行 9 月份公布的无限量冲销式购债计划（OMT），欧债短期市场风险明显下降，欧洲金融体系的长期稳定性也得到加强，欧债危机在短期内集中爆发的概率大幅降低。

表 6 欧债危机救助措施

救助层面	救助主体	救助措施
欧元区	外围国家	各国采取削减财政赤字、变卖公共资产、削减社会福利、私人部门债务减计等方式对本国债务问题进行救助。
	核心国家	未对外围国家提供直接的财政救助，主要通过向欧盟下属欧洲金融稳

		定基金提供担保方式，向已申请救助的欧元区外围国家提供救助。
欧盟	欧洲央行	欧洲央行采取了降息、降低准备金率、在二级市场购买欧债国家国债、为欧洲银行业提供为期 3 年长期再融资操作（LTRO）等措施
	部分非欧元区成员国	2012 年 1 月 30 日，除英国和捷克意外的欧盟 25 国共同推出了欧洲稳定机制，并采取了发行欧元稳定债券等救助措施，但非欧元区成员国参与程度较为有限。
IMF		2010 年 5 月，欧盟与 IMF 达成的总额 7500 亿欧元的救助计划，包括 IMF 提供的 2500 亿欧元贷款救助。2011 年 9 月 21 日，IMF 再次启动 5710 亿美元的救助基金扩容，以协助欧盟应对债务危机。

同时，短期内欧债危机仍面临三大风险点，欧债危机在短期内仍可能有所恶化：其一，西班牙是当前欧元区边缘国中形势最紧迫、潜在风险和资金黑洞最大的成员，该国经济衰退、公共债务水平攀升、银行业资产质量恶化之间已经构成恶性循环三角，短期内可能引发欧债危机出现反复。一方面，西班牙将有巨额债务到期。2012-2014 年西班牙共计有 2450 亿欧元的再融资需求，届时将面临市场融资的巨大压力；另一方面，西班牙地方政府出现财政危机，可能进一步加重中央政府的财政负担。其二，欧债危机已经向实体经济领域蔓延，加大欧元区短期经济下行风险，预计 2012 年欧元区经济将萎缩 0.4%，陷入衰退境地。其三，欧洲银行业亏损加大可能会加剧欧债危机。持有欧债的银行相关债务将可能继续按照市价进行减计，损失进一步加大；除了房地产市场可能进一步恶化之外，经济衰退以及失业率飙升也可能会使欧债银行业的问题资产规模进一步扩大。

需要强调的是，尽管 ESM 为化解欧债的市场风险提供了保底机制，但欧洲强化财政纪律约束以及推进财政一体化进程仍处于艰难的博弈过程中，经济恢复增长及提升竞争力更是有待时日。因此，欧债危机有望走出底部，但危机的根本解决仍将是一个长期的过程。

（二）欧债危机对全球经济金融格局的中长期深远影响

欧债危机很难在短期内解决，将可能在未来几年延续，并可能对全球经济金融格局产生以下四方面深远影响。



1. 全球经济格局：新兴经济体比重逐渐接近并可能超越发达经济体

在欧债危机的作用下，未来全球经济增长格局将使全球经济增长的区域结构维持不平衡状态，发达经济体可能在较长时期内延续“低增长、高失业”状况，虽然新兴市场仍未能与发达经济体深层次脱钩，两者经济增长周期的协同性有所增强，但新兴市场经济增速仍有望高于发达经济体 3~4 个百分点。在背景下，发达经济体在国际经济中的比重将会持续下降，而新兴经济体的比重将加速上升。根据 IMF 数据，受欧债危机影响，发达经济体经济复苏势头在 2010 年开始放缓，其经济增速在 2011 年和 2012 年将持续放缓。2011 年发达经济体 GDP 增速由 2010 年的 3.0% 放缓至 1.6%，预计 2012 年将可能继续放缓至 1.3%。虽然新兴经济体经济增速受危机冲击也有所下滑，但幅度比发达经济体要小，因此发达经济体在全球经济中的份额将可能持续下降。按照购买力平价测算，2011 年新兴市场占全球 GDP 的份额由 1980 年的 30.99% 升至 48.92%，预计该比重将在未来几年超越 50%，占到全球份额的半壁江山。在未来新一轮全球经济增长周期中，新兴市场经济增长有望继续保持快速增长，预计 2012~2016 年新兴及发展中经济体 GDP 年增长率较前些年有所回落，但仍有望保持在 5.3%~6.1% 之间，2017~2021 年新兴及发展中经济体 GDP 年增速有望逐步提升。

2. 全球经济治理格局：对象、主体和机制均在改变

伴随着债务危机所揭示的全球经济发展的重大不稳定因素以及加快形成的经济发展格局转变，全球经济治理格局的主要方面将发生以下变化：

首先，反映债务危机责任的全球经济治理对象正在发生变化。此前，全球经济治理更多表现为发达经济体通过规则制定，在消除贫穷、促进发展以及预防地区金融风险等更多涉及发展中国家的议题上进行协调、维护和管理，发达经济体自身在很大程度上不在治理对象范围之内。但是，接连两次严重威胁世界经济增长的重大危机都源于发达经济体这一事实表明，有效的全球经济治理必须要把发达经济体及其宏观经济政策纳入全球经济治理视野中，以防止其国内经济治理失效所产生的负面外溢至全球层面，给世界经济的健康发展带来更为严重的威胁。这意味着，未来全球经济治理的视角要进一步转变，发达经济

体要从传统的治理发起者变成治理对象国。

其二，基于债务危机解决的全球经济治理主体正在调整。在经济体层面，发达经济体已被证明不能自主主导全球经济治理，离开了新兴经济体的建设性参与，任何有效的全球经济治理都无法真正达成，更多新兴市场经济体在全球经济治理中的主体性地位将得到进一步确认，并在其中发挥越来越重要的作用。以欧债危机为例，欧元区为摆脱危机，不得不求助于外汇储备丰富的新兴经济体购买本国国债。资金充裕的新兴经济体特别是中国如何救助欧债危机备受关注，进一步凸显了新兴经济体参与全球经济治理的主体性地位。在市场参与机构层面，包括国际评级机构和欧美大型商业银行在内的市场参与机构也应该被纳入全球经济治理主体，不再只处于被监管的地位，而要与国家一道积极参与到全球治理进程中，共同制定全球治理议程，成为全球经济有效治理不可或缺的力量，为维护全球经济金融的稳定发挥重要作用。

其三，解决欧债危机所需要的全球经济治理机制亦将进行改革。欧债危机的爆发和久拖未决，再一次说明现行的全球经济治理机制出现了严重功能缺陷，亟需改革。作为改革的必需内容，增加新兴经济体在国际货币体系以及国际金融体系中的代表性和发言权，已成为共识。作为因全球金融危机而出现且被寄予厚望的新机制，二十国集团（以下简称 G20）在改革国际经济体系、特别是国际金融体系方面取得了一定进展，但这种进展仍不能反映国际经济格局的重大变化。尤其是面对欧债危机这一重大危机时，G20 未能有力介入到危机的解决进程当中，其后也没有发挥关键性治理作用，处于不应该的缺席状态，这进一步凸显了改革国际经济治理机制的必要性和紧迫性。

3. 全球货币格局：欧元国际地位有所下降，新兴货币地位上升

现有的国际货币格局是一种不对称双币竞争格局，美元和欧元在国际货币体系中占据主导地位，并且总体上美元拥有对欧元的显著优势。由于全球金融危机的爆发，欧元在全球储备货币比重中进一步缩小了与美元的差距，但 2010 年欧债危机爆发以来，欧元的国际地位有所下降。根据 IMF 统计，欧元在全球外汇储备中所占比重从 2009 年底欧元面世以来最高的 27.7% 下降至 2012 年 3



月底的 24.9%。据欧洲央行统计，在国际市场发行的债券中，以不变汇率计算，欧元计价债券所占比重从 2009 年底约 30% 下降至 2011 年底的 25.5%。

长期来看，超越欧元与美元的双币竞争关系，欧债危机以及美国债务危机对于国际货币格局更为深远的影响在于它会削弱欧元和美元在全球货币体系中的垄断地位，有利于形成多元的国际货币格局。自欧美债务危机以来，欧元和美元在全球储备货币中的比重呈明显递减态势，2009 - 2011 年的比重分别为 90%、88.3% 与 86.6%。美元份额减少的趋势更为明显，从 2008 年到 2011 年，其占全球储备货币的比重分别为 63.7%、62.9%、61.9% 和 60.5%。导致美元储备比重出现显著下滑的主要原因，在于以金砖国家为代表的新兴经济体受债务危机触动，加速推行积极的外汇储备多元化战略以及降低对美元依赖的政策努力。例如，俄罗斯宣布在石油贸易中用卢布而非美元结算，在债务危机期间还大举抛售了美国机构债券。中国也积极购入更多的欧元资产，降低对美元资产的依赖。此外，中国不仅继续加强和完善以跨境贸易为核心的人民币环流以推动人民币国际化，还与更多国家和地区订立双边货币互换协议，扩大人民币在其他国家的使用。与此同时，“金砖国家”之间也加强协调，采取共同行动，包括呼吁新兴经济体货币进入到 IMF 特别提款权的篮子货币构成，稳步扩大本币在相互贸易结算和信贷融资方面的合作。迄今为止，“金砖国家”在降低对美元依赖方面的努力已经迈出了实质步伐，取得了初步成效。

4. 全球经济再平衡格局：贸易失衡和增长模式正在改变

一方面，欧债危机的爆发有助于减轻欧元区内部贸易顺差国与贸易逆差国之间的贸易失衡程度，进而推动全球经济再平衡进程。欧债危机将在一定程度上有助于缓解德国和荷兰等主要区域内贸易顺差国与其他欧元区贸易逆差国之间的贸易失衡程度。欧元区对其他区域的贸易大致上是平衡的，但欧元区的区域内贸易却存在着显著的失衡。德国等国由于生产率较高，不仅存在区域外的巨额贸易顺差，还对其他欧元区国家拥有巨额贸易顺差，而希腊等国则存在巨额区域内贸易逆差。由于欧元区实行单一货币制，希腊等贸易逆差国无法通过本币贬值手段来调节对贸易顺差国的贸易赤字，这加剧了区内贸易失衡的程度。

欧债危机的爆发一方面降低了债务危机国民众的收入，另一方面又要求危机国实施紧缩性财政政策，这将减少危机国从德国等区域内贸易顺差国的进口，从而在一定程度上缓解了欧元区内部的贸易失衡程度。

另一方面，欧债危机的爆发和治理有助于减轻全球新兴与发达经济体之间的经济失衡程度，推动全球经济再平衡进程。一是欧债危机推动了新兴市场贸易盈余和发达经济体贸易赤字的再平衡。欧债危机通过冲击发达经济体需求、加大贸易汇率风险和激生贸易保护主义抬头三种渠道对新兴市场出口造成了巨大冲击，降低了新兴市场的贸易顺差水平，一定程度上亦缓解了发达经济体的贸易赤字，推动了新兴市场贸易盈余和发达经济体贸易赤字的再平衡进程。二是欧债危机推动了新兴市场和发达经济体资本流动的再平衡。欧债危机通过避险效应引起资本从新兴市场大量回流至发达经济体，改变了前些年资本大量从发达经济体涌入新兴市场的趋势，推动了新兴市场和发达经济体资本流动的再平衡。三是欧债危机沉重打击了欧洲发达经济体的金融业和银行业，一定程度上提升了新兴市场在全球金融市场中的地位，推动了新兴市场在国际金融格局中的再平衡。四是欧债危机激发全球资源配置在全球范围内进行再整合和再平衡，一定程度上提升了新兴市场的资源配置效率，推动了新兴市场和发达经济体资源配置效率的再平衡。五是欧债危机继续推动全球经济增长模式的再平衡。全球金融危机和欧债危机极大地打击了新兴市场经济增长，使新兴市场意识到依赖出口和外需的经济增长模式具有脆弱性，并积极加快经济结构调整，努力扩大国内投资和消费需求，寻求内部经济发展新的平衡，推动经济增长模式由出口导向型向内需主导型转变。

五、中资银行应对欧债危机及未来金融危机的举措建议

（一）以国家战略为依托制定中资银行应对欧债危机的策略

总的来看，欧元是当前国际货币体系中制衡美元独大的重要力量，也是国际储备多元化的重要环节，欧盟是中国最大的贸易伙伴，因此，救助欧洲符合中国的长期利益。目前来看，中国政府的总体原则是，在欧元区核心国家在危



机救助中发挥关键作用、欧盟和 IMF 作出有效安排的前提下，中国将以积极稳定的姿态参与救助欧债危机，同时要求欧洲重视中方的利益诉求。从中国介入救助欧债危机的方式来看，既包括加大购买欧洲债券规模、增加对欧进口和扩大企业投资等双边安排，也包括向 IMF 注资等多边制度安排。中资银行应在依托和配合国家总体战略的基础上，进一步明确自身的应对思路。

（二）高瞻远瞩，稳步拓展欧洲市场，推动国际化进程

从长期战略来看，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。

（三）短期应调整涉欧资产配置，加强风险防范

从短期策略来看，针对欧债危机短期难以解决、系统性风险犹存且可能触发银行业危机的情况，中资银行应调整涉欧资产配置，加强风险防范。中资银行应深入研究欧债危机进展，分析持有的各类涉欧债券的风险敞口，尽可能把欧债的不确定风险降到最低。当前国际金融市场动荡加剧，风险层出不穷，中资银行应密切关注欧债危机走势，跟踪研究欧元区的区域风险和区内成员国的国别风险，并据此稳妥地进行债券投资业务，降低欧债风险对外币债券投资敞口的不利影响。从券种上看，重点减持金融机构债，特别是受欧债危机冲击较大、风险较高的发行体债券。从期限上看，重点减持剩余期限较长的债券。此外，中资银行还应提高欧洲各国的国别风险拨备水平，对风险较大的债券计提减值准备，提高抗风险能力。

（四）进一步推动投资的多元化进程

中资银行应进一步丰富外币债券投资组合，逐步实现投资币种、对象和区

域等的多元化。币种方面，从美元和欧元逐步拓展到其他国家货币；投资对象方面，从欧美政府与机构拓宽到其他区域主体，合理加大新兴市场主权和机构债券的投资力度。此外，中资银行还应积极探索拓展商品等投资领域，逐步改变投资主要集中于利率、汇率等产品的现状，在风险可控的前提下，以低风险跨市场交易为切入点，积极探索商品等领域投资的可行性。

（五）海外机构应研究金融危机在各自经济体内部的传导机制

随着经济全球化和金融深化的不断发展，金融危机的爆发频率不断增加，金融危机的传导渠道日趋多元化，危机负面影响的传导速度也趋于加快。在此背景下，中资银行海外机构应加大力度研究所在经济体的经济金融发展史，了解其历史上曾经发生的金融危机的成因、传导机制及其对经济和银行业的冲击程度，研判所在经济体银行业最易于受到危机负面冲击的业务类型，提早研究应对金融危机爆发和传导的预防措施，尽可能降低金融危机对中资银行海外机构的影响。

（六）加强对全球区域风险和国别风险的研究力度，完善集团风险管理架构

面对欧债危机的冲击，中资银行应借机进一步加强全球区域风险和国别风险研究和管理，从全球层面把握中资银行国际化的风险分布和变化，以便中资银行及时调整国际化战略布局和风险偏好；加快完善适应未来发展需要的集团风险管理架构及配套制度，健全境内外控股机构的风险管理机制，真正使风险管理覆盖到整个业务经营体系。