

出口风险预警信息

第 14 期（总第 631 期）

金融危机跟踪专报（一百八十五）

中国出口信用保险公司

2012 年 3 月 7 日

主权债务危机下的欧元区经济—— 回顾与展望

一、欧元区经济形势简述

（一）经济增速逐季下降

在主权债务危机深度演变扩散的背景下，欧元区宏观经济步履维艰。2011 年第四季度，欧元区 17 国经济环比下降 0.3%，自 2009 年第二季度以来首次出现负值；同比增长 0.7%，较 2011 年前三个季度同样呈现逐步走低态势。自 2008 年下半年以来，欧元区经济经历了“衰退—复苏—缓慢增长”的过程。其中，2008 年下半至 2009 年上半年可以视为衰退期，2009 年第三季度至 2010 年第四季度可以视为复苏期，2011 年前三个季度可以视为缓慢增长期。2011 年全年，欧元区经济增长 1.5%，虽然较 2010 年的下降 1.8% 有了较大改观，但较年初预期仍有较大差距。

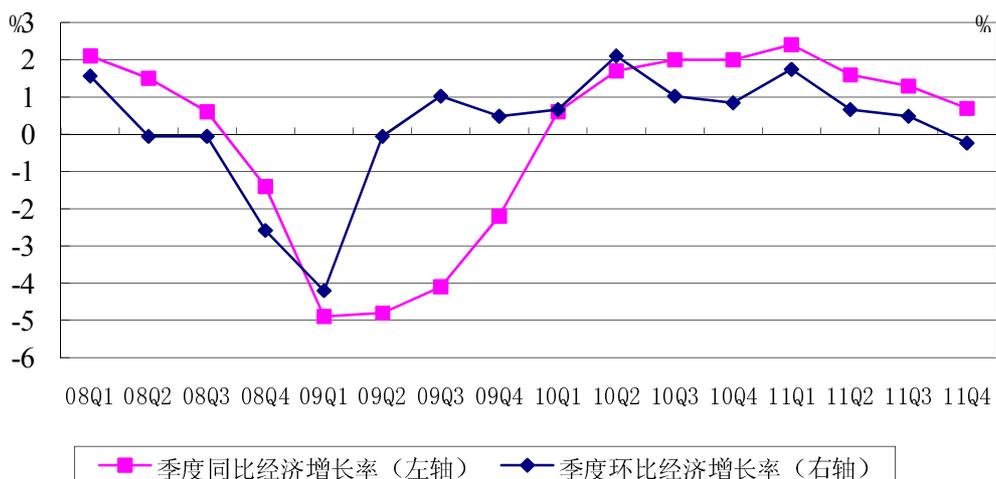


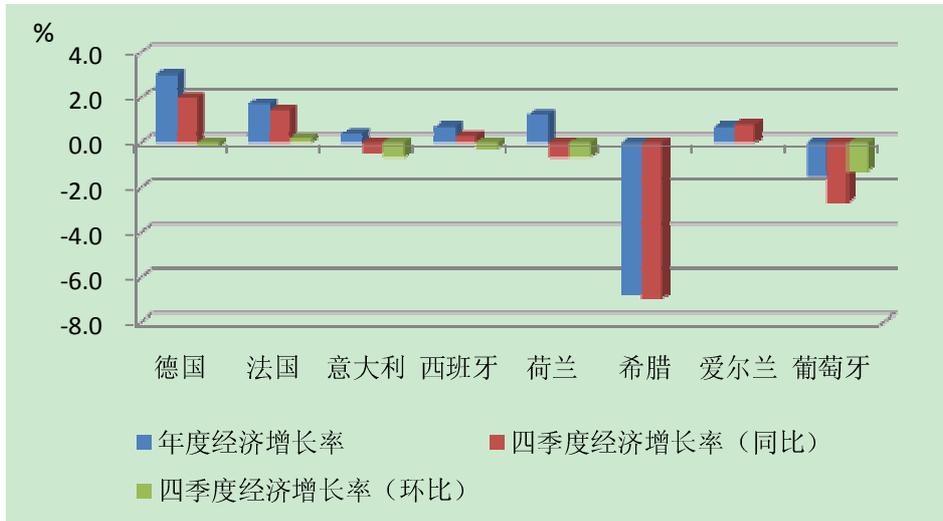
图 1 欧元区季度经济增长率

分区域看，大部分欧元区北部成员国在德国的引领下经济仍保持缓慢增长态势，但经济增长面临的困难越来越多；大部分南部成员国则深陷主权债务危机难以自拔，经济衰退已经不可避免。总体而言，在全球经济不景气以及主权债务危机不确定性不断增大的大背景下，受财政政策紧缩、失业率居高不下且仍有可能持续攀升、居民可支配收入减少且实际购买力下降、市场信贷环境难见好转等因素的综合影响，欧元区经济持续增长或复苏的动力已明显不足。

（二）大部分成员国宏观经济“愁云惨淡”

2011年，部分欧元区国家经济重陷衰退，经济相对发达国家的引领作用逐步减弱。从具体国别层面看，欧元区国家宏观经济呈现如下特点。首先，成员国分化趋势明显，希腊、葡萄牙等国陷入衰退，德国、法国起到了“火车头”作用。其次，意大利、西班牙等成员国受到主权债务危机的进一步拖累，经济形势进一步恶化，至第四季度，更多成员国季度

经济增长率转为负值。可以看到，更多的欧元区国家难以自保，而德国和法国已经无力支撑欧元区度过难关。



注：爱尔兰年度经济增长率数据来自经济学人信息部（EIU）；爱尔兰和希腊尚未公布季度环比经济增长率。

图 2 部分欧元区国家经济增长率

（三）主权信用评级整体走低

2012 年初以来，欧元区诸多成员国主权信用频遭三大国际信用评级机构降级。与之前不同的是，频遭降级的成员国范围明显扩大，不再局限于最初就成为焦点的希腊、爱尔兰、葡萄牙等国，法国等老牌经济发达国家的评级也被调降。从三大信用评级机构给出的降级原因来看，在主权债务危机阴霾不散的背景下，各银行持有的大量政府债券资质趋于恶化且融资成本急剧上升、欧元区成员国融资面临越来越高的风险溢价、各国短期内难以建立起能够重树市场信心的协调机制、欧元区经济下行风险升高、成员国国内需求持续疲软成为主要理由。另一方面，由于各界对欧元区信用评级被调降

已有心理预期，金融市场并未因此而发生剧烈波动。

表 1 近期部分欧元区成员国主权信用评级一览¹

国家	标普长期外币主权评级	穆迪政府债券评级	惠誉长期外币主权评级
法国	由“AAA”调降至“AA+”	--	--
意大利	由“A”调降至“BBB+”	由“A2”调降至“A3”	由“A+”调降至“A-”
西班牙	由“AA-”调降至“A”	由“A1”调降至“A3”	由“AA-”调降至“A”
葡萄牙	由“BBB-”调降至“BB”	由“Ba2”调降至“Ba3”	--
奥地利	由“AAA”调降至“AA+”	--	--
斯洛文尼亚	--	由“A1”调降至“A2”	由“AA-”调降至“A”
斯洛伐克	--	由“A1”调降至“A2”	--
比利时	--	--	由“AA+”调降至“AA”
希腊	由“CC”调降至“选择性违约（SD）”	由“Ca”调降至“C”	由“CCC”调降至“C”

二、欧元区经济面临的主要问题

（一）主权债务危机持续演变

目前，主权债务危机仍是欧元区经济增长面临的主要问题，其并没有随着各国已实施一年多的财政紧缩政策而有所缓解，影响的广度和深度不断扩大，并继续成为延缓世界经济增长的主要因素之一。总体而言，当前欧元区主权债务危机呈现出如下特点：

首先，危机的多层次性日渐形成——危机不再是单个国别在财政收支这一单一层面的问题，而是成为涉及多个国家的区域性、多层次问题。在此情况下，只救助希腊等自 2010 年以来就处于风暴中心的成员国已经无助于问题的解决，如何通过各国的政策协调与多边合作，通过规避区域系统性风

¹ 标准普尔 2012 年 1 月 13 日调整主权信用评级，穆迪 2 月 14 日调整评级，惠誉 1 月 27 日调整评级。2 月 22 日、27 日以及 3 月 4 日，惠誉、标普和穆迪分别下调希腊评级。

险的视角来走出困境已成为燃眉之急。其次，危机的长期性已然确立——成员国通过两至三年的财政紧缩就可以平衡财政收支、保持金融市场稳定、拉动经济增长的愿景难以实现，结构性的财政与经济改革毫无疑问需要较长时间。再次，危机的复杂性超乎预期——从宏观层面来看，欧元区财政政策与货币政策难以协调配合，货币统一带来的收益被财政失衡带来的损失所抵消；从微观层面来看，部分政府支持的行业难以获得财政支持，实体经济因国内需求的下降而表现疲软，民众出于保护自身利益的考虑而发起的游行与抗议此起彼伏，并在一定程度上影响了政局稳定。最后，危机的扩散性愈加显著——危机不再仅仅是财政收支与财政结构问题，而且是经济增长与经济结构性变革问题，乃至政局稳定性问题。同时，深陷其中的国家数量不断增加，直接或间接波及的行业范围扩大，风险传导效应未见衰减。综上所述，主权债务危机及其诱发或影响的其他问题必然对经济形势产生深刻的负面影响。

表 2 欧元区六国到期债务偿还情况预测 (单位: 百万欧元)

	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	本金	利息	本金	利息								
希腊	48184	11179	27862	10035	31767	8951	22037	7436	15850	6437	76741	6018
葡萄牙	25979	4934	10848	4600	16212	4031	11957	3400	10239	3004	7075	2504
西班牙	144398	18415	92247	23677	82861	20637	57290	17424	57642	15359	37993	13222
爱尔兰	5683	3549	6030	3834	8327	3526	3730	3192	10169	3033	0	2565
意大利	313666	44339	175795	49838	135749	45607	141049	40636	86593	37016	91273	33557
法国	261420	39560	137707	38085	100036	32489	115592	30276	108893	27264	71552	23906

注：本金包括债券本金和未偿贷款。

（二）区域协调效果不明

自希腊主权债务危机爆发以来，欧洲中央银行、欧盟、欧元集团、国际货币基金组织（IMF）等相关各方采取了多轮援助措施，帮助希腊、葡萄牙、爱尔兰等国免遭“国家破产”的尴尬局面。同时，欧盟联合 IMF 先后建立了“欧洲金融稳定机制（EFSF）”以及“欧洲稳定机制（ESM）”，承诺为危机国家提供更有利的资金支持。这些措施在相当程度上减弱了危机的破坏程度，稳定了市场信心，但这些救助与协调的效果并不明显，难以达到市场预期。以希腊为例，虽然各方已经投入了巨额资金，但协调效果并未达到各界预期，同时，协调成本的上升反而成为危机蔓延的理由之一。

（三）政策实施左右为难

各成员国在经济政策选择上仍面临两难境地。一方面，由于现行财政收支的不可持续性，政府必须坚持财政紧缩政策，财政支出与转移支付对经济的刺激作用微乎其微，由于财政支出的削减，短期内经济增长率也被拉低；另一方面，政府苦苦寻求拉动经济增长的良策，但在货币政策基本无法控制、国内外需求疲软、市场预期趋于悲观的情况下，难以拿出行之有效的措施。目前，欧元区正处在“阵痛期”，经济波动的客观规律决定了其经济表现不得不在不景气区间徘徊。

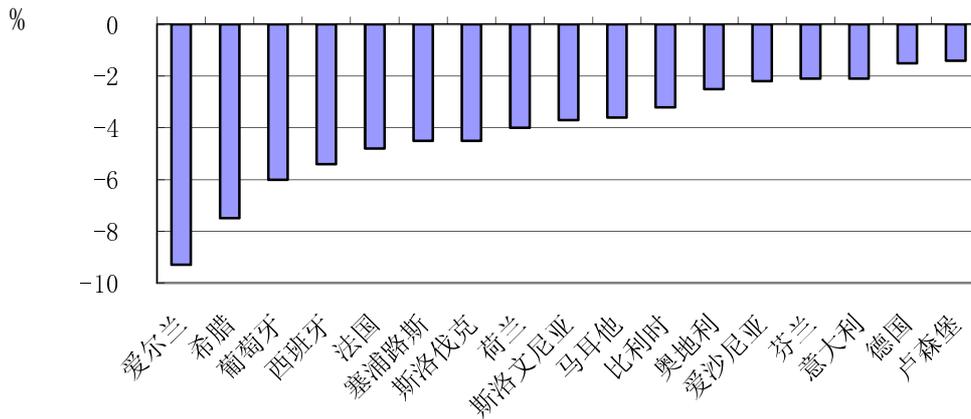


图 3 2012 年欧元区国家财政赤字占 GDP 的比重

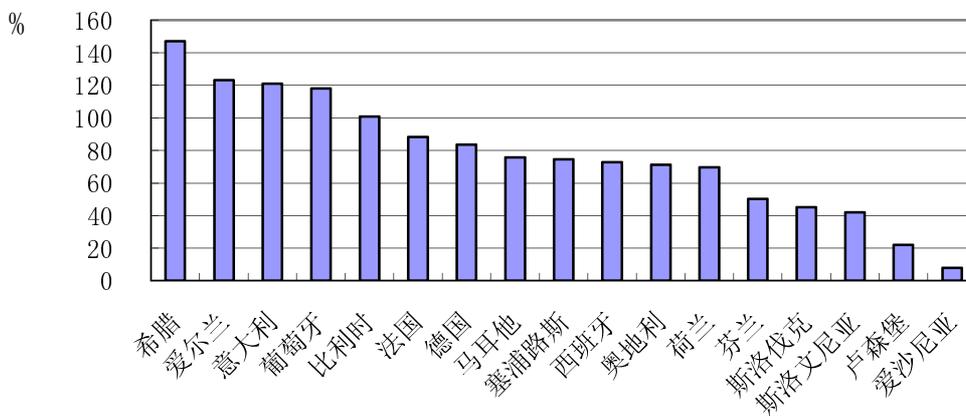


图 4 2012 年欧元区国家公共债务占 GDP 的比重

注：图 3 和图 4 所用数据均为预测值。

（四）国内需求疲软不振

在居民可支配收入尤其养老金的减少，各方对经济增长预期相对悲观，失业率居高不下，企业投资意愿不高的情况下，欧元区多国拉动经济增长的内生动力已显不足。虽然消费水平并没有出现大幅下降，但这种疲软状态更使得本已不景气的经济形势更不明朗。实质上，财政紧缩政策使得短期内居民收入水平和企业投资水平降低乃至企业破产数量上

升符合经济规律和市场预期，但当前的困境在于实施财政紧缩政策两年左右的时间里，政策效果并不显著，需求疲软状态的持续时间有可能较长，预期的不确定性又进一步加大了对未来的悲观判断。总而言之，经济增长速度持续放缓是国内需求的疲软必然体现。



图 5 欧元区经济信心指数与经济景气指数

2

三、欧元区经济前景展望

未来一段时间内，欧元区经济增长的不确定性依然较大，2012 年将成为欧元区能否走出困境的关键一年。根据目前形势总体判断，2012 年和 2013 年，主权债务危机、国内需求疲软和失业问题、金融市场波动加剧值得重点关注。首先，主权债务危机仍将成为欧元区经济增长的主要阻碍，其对宏观经济的负面影响仍将相对明显。其次，国内需求疲软仍将

² 根据“财政契约”中的自动惩罚规定，欧盟最高司法机构欧洲法院将有权对结构性赤字超过 GDP 0.5% 的国家进行惩罚，最高惩罚金额不超过该国 GDP 的 0.1%。这意味着所有缔约国将遵守更严格的财政纪律的约束。

持续，在这两年内难有明显改观。与之紧密相连的是，失业率居高不下成为国内需求下降的主要诱因之一，而失业率对社会秩序的安定同样至关重要；同时，政府政策目标将重点考虑如何解决失业问题，而这又将明显增大政策调整与协调的难度。再次，金融市场的不确定性较大，在“波澜不惊”态势下，金融业尤其是银行业的脆弱性并未有所改观，突发性事件（如希腊出现债务违约）有可能引起金融市场的剧烈振荡。

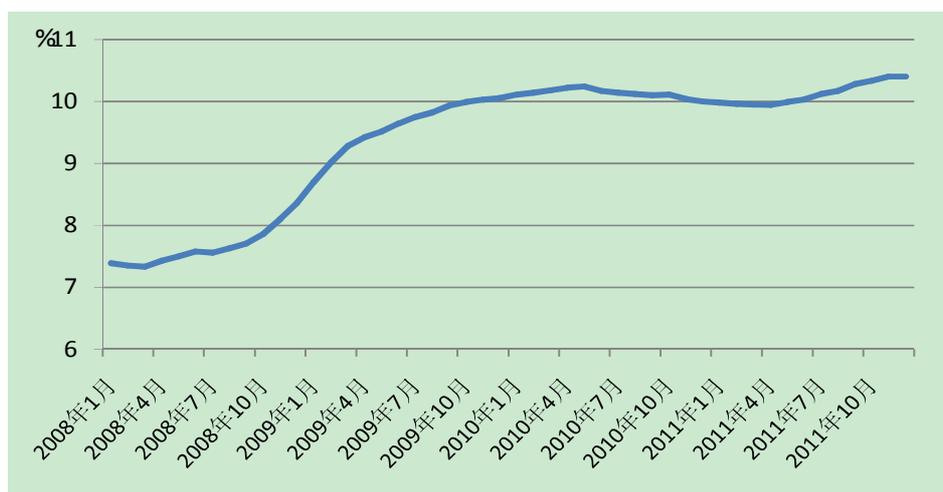


图6 欧元区失业水平

此外，实体经济很可能受到主权债务危机和经济不景气的进一步实质性影响。从行业层面来看，除必须的农业补贴之外，诸多受政府支持的新兴行业难以再获得政府的巨额补贴或资金支持；房地产业和建筑业难有明显恢复，但周期性、小幅度反弹有可能出现；与民众生活密切相关的零售业及其上游加工与制造业将面临更多的困难，在需求疲软背景下，欧元区内部生产与销售难有良好表现。

另一方面，欧元区经济也将表现出部分积极迹象——随着财政紧缩政策的实施，大部分成员国财政赤字占 GDP 的比重以及公共债务占 GDP 的比重这两大指标将趋于下降；欧元区和欧盟正在作出统一财政政策的努力，在基本通过“财政契约”草案的基础上，更具效力的法案有可能被推出，同时，鉴于严峻的经济形势，欧元区国家的救助仍将继续实施。所谓的欧元区解体不会出现。但是，这些努力除在短期内有利于金融市场的稳定和市场主体信心趋稳外，对于未来两年内各国经济增长的影响程度尚需观察。

总体而言，欧元区经济在 2012 年将出现蹒跚前行或小幅衰退之势，全年经济增长率将在 0% 左右徘徊。具体到国别层面，受欧元区宏观经济形势的拖累，德国经济增速有可能放缓，2011 年前三个季度相对强劲的增长态势难以再现；希腊、葡萄牙两国 2012 年陷入衰退已成定局，而西班牙、意大利、荷兰等国也有可能陷入衰退。2013 年，欧元区经济缓慢复苏的可能性相对较大，财政紧缩政策的实施效果将有所显现。

表 3 权威机构对欧元区经济增长率的预测

机构	发布时间	欧元区经济增长率 (%)	
		2012 年	2013 年
IMF	2012 年 1 月 24 日	-0.5	0.8
OECD	2011 年 11 月 28 日	0.2	1.4
EU	2012 年 2 月 23 日	-0.3	--
EIU	2012 年 2 月 25 日	-1.1	0.5

国别风险研究中心撰稿