

屋漏偏逢连阴雨 怎怨人落井下石

——希腊主权债务危机系列报告

莫倩¹ 刘海东² 景晓达

2010年3月31日

内容提要

近期希腊债务危机的报道充斥在媒体的财经频道中，并敏感的牵扯着投资者的神经。站在更为宽泛的角度去思考，欧盟赋予希腊统一的货币政策和独立的财政政策环境是否是危机更基础的摇篮，以及如果广义认为对于美国/中国的一个州/省来说，它也拥有相同特征的政策环境的话，我们是否可以观察到相似的案例。

对于上述问题的回答，我们会在一系列报告中完成。本文的重点在于介绍希腊债务危机的来龙和去脉，以及它的影响和对思考国内地方政府融资平台提供借鉴的方面。

希腊危机的爆发和进展

延着事件发展的角度梳理，起源于希腊政府换届后对财政数据修正，随后主要评级机构纷纷下调希腊的主权评级。

从数据的横向比较来看，希腊的财政债务问题明显高于其他主要国家和地区，其次是西班牙、爱尔兰等其他欧猪五国成员（PIIGS）。

¹证书编号 S1450210010312

²证书编号 S1450209070221

关于希腊危机的解决，争论的焦点集中在两个层面：一是援救与否，另一个是援救的方式有哪些。本文给出了相关的详细资料，就结论而言，首先援救的概率更大，但会附加一些需要希腊政府削减债务的条件；其次，救援方式以欧盟内部解决为优先考虑，并且德国将可能承担主要的责任和成本。

希腊危机的延伸思考

第一，撇开所有希腊政府的个体因素，从逻辑上讲，统一货币政策和独立财政政策的制度设计才是导致政府债务危机的基础因素。

当一个国家无法使用货币政策时，我们将会看到以下两个方面的特征：

首先，此时政府将被迫过度倚重财政政策的刺激。如果同时考虑到一些周期性因素的影响，政府的财政赤字在此背景下无疑会快速上升。

其次，货币政策刺激力度不平衡。对于衰退严重的国家，货币政策刺激力度显然会不够；而对于衰退较轻的国家，货币政策刺激力度又可能过度。

此外，一个可以探讨的问题是部分学者认为在货币政策外包的背景下，政府存在财政扩张的内在动力。

通过希腊政府加入欧元区之前与之后的横向比较，以及借鉴美国案例，可以辅证上述几点。

第二，如果站在中期的角度探讨希腊债务危机的影响，我们认为一个非常重要的变化将是资本对国际债券市场配置思路的转变，它们会增加对与新兴市场主权债务的配置比例。

由此还可以引申出三个相关的结论，一是在需求增加的背景下，由于新兴市场国家在国际市场的债务融资规模普遍较小，因此这些主权债务的收益率将出现

下行是合理的估计。

第二是相对应的，由于基准利率的下行，这些国家内部的企业在国际债券市场的融资成本也将出现一定程度下行。

第三，国际资本可能会继续流入新兴市场国家，从而为当地的资本市场注入流动性。

1. 引言：希腊债务危机的爆发和进展

1.1. 危机爆发的大事纪

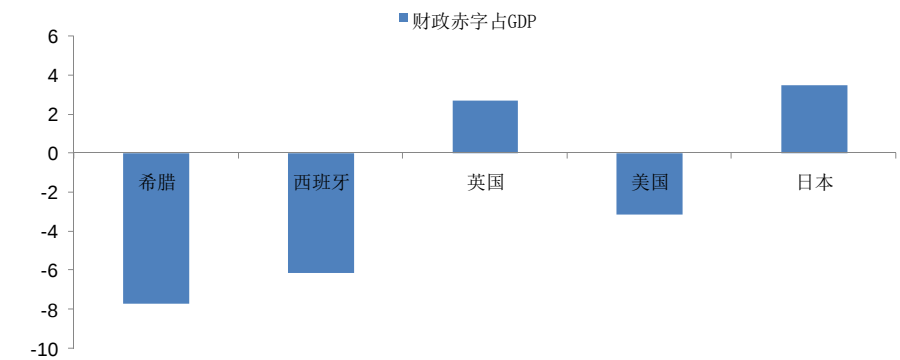
延着事件发展的角度梳理，希腊债务危机爆发的过程可以总结为下表。以就事论事来看，希腊的主权债务不是一个新问题（在过去的两百年中大概有一百年都在债务违约），而且看上去这次整个事件的起源来自于希腊政府换届后对财政数据修正的偶然。

时间	事件
2009-10-04	希腊新一届政府当选
2009-10-21	希腊新政府宣布，2009 年财政赤字占 GDP 的比重为 12.5%，远高于前任政府宣布的 6.7%
2009-10-22	三大评级机构之一的 Fitch 将希腊的长期国家主权评级从 A 降为 A-，而且长期展望为负面
2009-10-29	Moody's 将希腊的 A1 评级置入下调观察名单，有可能调降
2009-12-07	S&P 将希腊的长期国家主权评级从 A-降为 BBB+，而且长期展望为负面
2009-12-08	Fitch 将希腊的长期国家主权评级从 A-降为 BBB+，长期展望为负面
2009-12-10	德国总理 Angela Merkel 说欧洲有义务帮助希腊
2009-12-11	欧央行主席 Jean-Claude Trichet 说希腊必须采取勇敢的行动，意指削减公共开支
2009-12-14	希腊政府宣布计划在 2010 年财政赤字占 GDP 的比重从 12.7% 降到 8.7%，在 2013 年将赤字降至 3%，但是没有提出什么切实可行的方案
2009-12-16	S&P 将希腊的长期国家主权评级从 A-降为 BBB+，而且评级展望为负面
2009-12-22	Moody's 将希腊的 A1 降为 A2，长期展望为负面

从数据的横向比较来看，希腊的财政债务问题明显高于其他主要国家和地区，其

次是西班牙、爱尔兰等其他欧猪五国成员（PIIGS）。具体来看，2009 年末希腊财政赤字占 GDP 比例达到 12.7%，政府债务余额占 GDP 比例为 114.9%；美国同期财政赤字占 GDP 比例 9.79%，日本的数据为预算盈余 3.47%。

图 1：08 年欧猪五国财政债务问题与其他主要国家和地区横向对比(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

1.2. 危机现在的进展

在希腊危机爆发之后，各个机构的学者和官员都提出了自己的观点，他们争论的焦点集中在两个层面：一是援救与否，另一个是援救的方式有哪些。总结这两个层面的看法，可以得到的倾向性结论是，首先援救的概率更大，但会附加一些需要希腊政府削减债务的条件；其次，救援方式以欧盟内部解决为优先考虑，并且德国将可能承担主要的责任和成本。下文我们将列举上述相关问题的更为详细资料。

首先，关于救援与否。普遍认为帮助希腊政府解决其的债务问题可以得到以下益处：有利于防止希腊债务危机引发欧盟货币的贬值以及融资成本的上升，在目前的经济复苏背景下这对于欧盟其他国家来说是相当重要的；由于很多希腊的国家债务由欧盟区成员国政府或者金融机构持有，如果任其违约将会造成严重的内部坏账；此外，不采取任何措施将可能导致希腊选择主动退出欧盟从而引发欧元区的解体。

而反对观点认为救助希腊政府会产生很多的不利影响，包括道德风险，这样的行为奖励了那些不进行自我约束的政府，而因此变相惩罚自我约束力强的政府；很多救援方案都最终由欧盟成员国的纳税人买单和承担风险；临时的救援措施不能根本改变问题，反而使得欧盟背上沉重的债务负担，据学者估计每年的援助负担会占到德国 GDP 的 7% 之高。

从近期对于这个问题辩论的发展情况来看，鉴于无法容忍欧元区解体的强烈意愿，欧盟倾向于对希腊政府实施救助，但加入了一些有关债务削减的条件；同时，根据 3 月 4 日的报道，希腊政府已经宣布将采取一系列削减预算和增加税收的新措施，其中包括将增值税率提高两个百分点，对烟草和燃料征税，将公务员养老金冻结一年，并将希腊公共部门工作人员过去享受的奖金削减 30% 等。因此，看起来关于是否救助问题的进展是比较顺利的。

其次，关于救援方案。总体来看，可以分为三大类：一类是依托欧盟内部力量解决，第二类是借助外部力量，第三类是其他更为理论化的方案。下文我们列举了每类中的细项方案以及它们各自的利弊。

在第一类中，共包括八种。

(1) 直接现金救援。欧盟直接给予希腊或其他需要救助的成员以现金等类似形式的帮助。这种方式存在的问题是，目前阶段无法清楚的了解需要支付的货币数量，并且这样的支付可能不是一次性的；德国政府将承担大部分现金需求，大约为欧盟承担总量的四分之一，但国内民众对此的反对情绪很高；同时，这样做法的合规性存在不确定，这是因为欧盟 122 条例指出在紧急情况下，成员国可以为另一个成员国提供金融援助，但欧盟 125 条例则禁止一个成员国承担另一个成员国的债务。

(2) 由区域经援基金提供资助。区域经援基金是一种结构型工具，它的应用方式更强调加强欧盟内部协作。事实上，希腊已经是这个基金的主要接受者。这种方式的优势在于不会增加纳税人的负担，并且它的审批流程最快捷；但这种方式的问题是基金目前的资金量不足以承担希腊债务，同时希腊存在对该基金申请和应用的不良记录。

(3) 欧盟举债支援希腊。这其中又由于规定的不同分为两种方式，一种是遵循欧盟救助非成员国的规定进行，这时虽然可以将举债全部资金给予希腊政府，但并不符合此项制度设立的初衷；另一种是遵循欧盟救助成员国的规定进行，这种方式的问题是由于希腊 GDP 占欧盟总量比较小，因此举债后所可以分到的份额比较有限，对于解决其债务问题可能是杯水车薪。此外，不论哪种形式，这样的救助方案都更容易助长成员国之间的道德风险。

(4) 成立欧洲货币基金。这种方式等同于在欧盟内部建立一个类似于 IMF 形式的机构以应对成员国的债务危机，并由其监督资金的后续使用情况。这种方式的问题是，由于存在欧盟内部机构不能向其成员国提供信用支持的规定，因此此方案不符合现有规定。

(5) 成员国提供多边或双边贷款。由于是政府之间的交易，因此会对被救援国施加很多约束条件，这有利于避免助长成员国的道德风险。

(6) 由 EIB 提供贷款或直接购买希腊主权债务。EIB 是欧盟成员国集体所有的银行，因此可以在金融市场以较低的成本融资。这种方式的问题是不符合目前的欧盟规定，需要对相应的条款予以修正

(7) 由欧央行提供低息贷款。这种方式只在理论上可行，现实中受制于央行法而无法实施。

(8) 欧央行的非直接救援。欧洲央行可以购买希腊政府发行的国债，并向希腊当地银行提供紧急贷款；虽然这种方式依然不符合央行法，但鉴于危机的紧迫性和严重性，央行已经采取了这个措施。

在第二类中，共包括两种。

(1) 由 IMF 提供援助。因为 IMF 储备和实施过很多对政府援助以及事后监督的案例，因此事实上由它向希腊政府提供援助最为合适。但这种方案的问题是，IMF 救援的同时会对当地的货币政策和财政政策施加诸多约束，而独立性的丧失是欧央行是不能容忍的。

(2) 欧盟区之外的投资者购买希腊债务。这受制于金融市场对希腊政府的定价，因此成本可能会比较高。

在第三类中，共包括三种。

(1) 让希腊违约。一个广泛被引用的案例是，当年纽约政府提出违约，但美联储并不救援，事后纽约政府并没有真实违约，对金融市场的冲击也并不明显，但是纽约政府却在之后成为预算执行力和控制赤字最强的州政府。这个方案的问题是，由于希腊债务的持有者不仅有欧盟成员国，也有全球的投资者，因此牵连范围过广难以达成一致意见。

(2) 将现存的欧元区分为两个，一个由财政强劲的国家组成，另一个由存在财政问题和发展水平较低的国家组成。

综合考虑，就上述各种方案而言，在大类别中欧盟倾向于依托自身的力量进行援助；并且在具体方案中，倾向于采用多边或双边贷款方案，主要是因为其可以相对有效的避免道德风险。

此外，一个需要进一步讨论的问题在于，对于希腊政府而言，制定财政赤字消减计划并严格履行看起来是非常重要的；因此，如何评估这个消减计划所面临的风险点或敏感因素，是继“救火”之后站在中期的角度需要考虑的重要问题。对于此，借鉴相关分析员的讨论，我们将其总结为以下观点：借款成本和经济衰退是影响希腊财政计划的主要风险；但借款成本的影响较小且滞后，低于预期的经济复苏将是更大的风险。

2. 希腊债务危机的延伸思考

2.1. “雪上加霜”——统一货币和独立财政的归宿

撇开所有希腊政府的个体因素，从逻辑上讲，统一货币政策和独立财政政策的制度设计才是导致政府债务危机的基础因素。如果这个推论是正确的，那么观察美国州政府的债务情况也应该可以找到相似的案例，因为实际上对于它们而言也将货币政策外包给了美联储。

从这个角度分析的好处在于，我们可以用相同的机理去理解可能会发生在西班牙、意大利等国家的债务危机，以及理解中国地方政府的债务问题。

需要说明的是，不能否认希腊政府自身的问题是债务危机爆发的重要原因，比如其广受批评的养老金制度以及高企的公务员成本，但从一个趋势的角度来看，这些扮演的仅仅是危机的导火索和加速器的作用，也就是说促使希腊成为危机爆发最早或者最严重国家的力量。

2.1.1. 当遭受负面冲击时经济体的应对机制

要分析此次希腊问题的根源，就需要从理论角度探讨经济体在负面冲击下的反应机制。如果不存在约束，为了应对衰退带来的各种后果，政府往往会采取财政政策、货币政策、或汇率政策来对经济进行主动调节。

比如，扩张性财政政策，依据凯恩斯的宏观经济模型，当经济体需求不足时，政府可以通过减税、或增加政府支出等方式来刺激国内需求，避免过度的经济衰退和大规模失业现象。

扩张性货币政策，由于价格粘性，增加货币供给在短期内可以提高人民的收入水平，也可以起到刺激需求、促进经济增长的作用。但从长期来看，增加的货币供给将全部转化为通货膨胀，不会改变长期的经济增长。

汇率贬值，国内需求不足时，一国可以通过货币贬值的方式来快速获得出口产品的竞争力，增加国外需求，同样可以起到平滑经济增长的作用。

2.1.2. 货币政策外包时经济体应对冲击的特点

但当一个国家无法使用货币政策时（这个约束形成的背景可能是像欧盟那样的经济联合体，也可能是将分析视角缩小至美国的州或者中国的省后的结果），我们将会看到以下两个方面的特征。

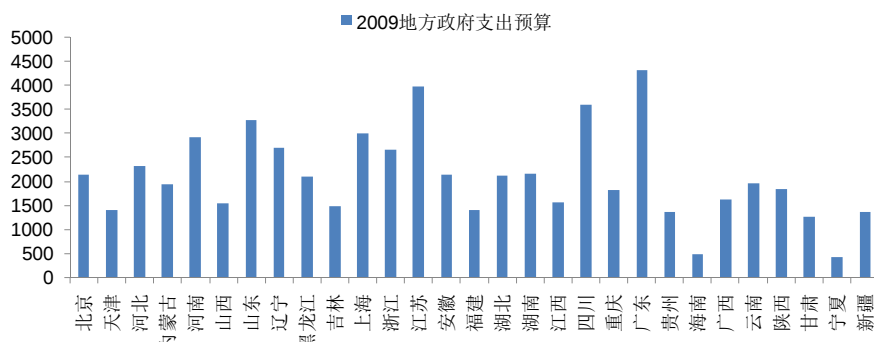
第一，上一段所说的后两种工具不能再使用了，此时政府将被迫过度倚重财政政策的刺激。如果同时考虑到这段时期失业补助金上升、税收下降等周期性因素的影响，政府的财政赤字在此背景下无疑会快速上升。

第二，货币政策刺激力度不平衡。由于各个地区经济发展水平的不同，以及受到的冲击程度不同，统一的货币政策对它们产生的效果将有非常大的区别。具体而言，对于衰退严重的国家，货币政策刺激力度显然会不够；而对于衰退较轻的国家，货币政策刺激力度又可能过度。

此外，一个可以探讨的问题是部分学者认为在货币政策外包的背景下，政府存在财政扩张的内在动力。一些原因包括在这种制度下，一国政府不必担心自身货币的升值对出口部门的影响，同时也不必担心通货膨胀问题，因此博弈的结果就是导致财政政策的最大限度扩张。

也许 09 年中国国内地方政府展现出的超常规财政扩张热情可以在一定程度上帮助我们理解上述的机理。并且从这个意义上讲，统一的货币政策和独立的财政政策会导致分析主体的财政状况体现出“先天不足和雪上加霜”的特征。

图 2：2009 年地方政府财政扩张冲动(亿元)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

如果上文的论述大体是正确的，那么我们应当可以在以下两个层面的对比中找出相关的案例。

第一，希腊自身的纵向比较，即加入欧元区与未加入时进行比较，可以预见的是在经济遇到负向冲击时，加入前会表现为汇率的升值，而加入后则会表现为财政赤字；

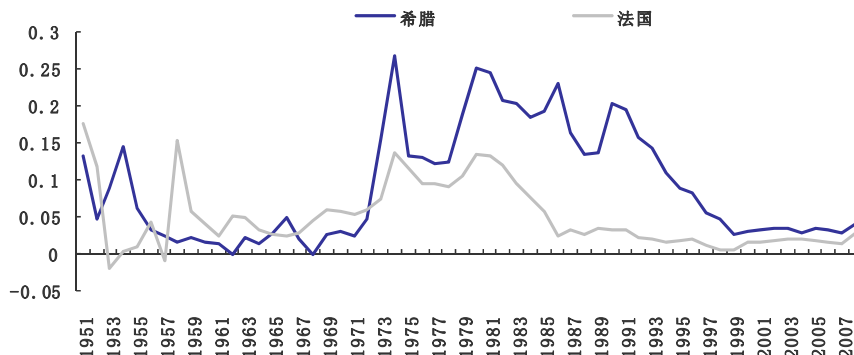
第二，希腊与美国州政府的横向比较，两者财政状况表现出一定的相似特点。

2.1.3. 纵向对比：希腊加入欧元区之前与加入之后

如前所述，以是否加入欧元区为标志，最根本的区别在于是否丧失了货币政策工具。那么在此背景下，危机对经济体的冲击就会产生不同结果和表现形式。比如，如果希腊没有加入欧元区，负向冲击的表现形式就不是大规模的财政赤字，而更可能是汇率的贬值，或者严重的通货膨胀。

实际上数据的发展也符合上述的推断。在希腊加入欧元区之前，一直有着高达 10-20% 的通货膨胀率。学术界对此的解释是，南欧国家由于工资刚性非常强，所以只能通过制造通货膨胀的形式来降低真实工资，起到调节劳动力市场均衡的作用。但加入欧元区之后，希腊就丧失了这一工具。另一方面，加入前可以通过汇率贬值增加出口产品的竞争力；但加入欧元区之后，汇率被固定下来，希腊所生产的产品没有比较优势，年年出口都是大规模逆差。

图 3：希腊加入欧元区前 CPI 显著偏高



数据来源：IFS、安信证券固定收益研究小组

2.1.4. 横向对比：希腊与美国州政府、中国地方政府的对比

这样比较的意义在于，如果把分析的目标缩小，那么对于一个国家内部的地方政府而言，它在货币政策和财政政策运用方面所处的地位与希腊是非常相似的。比如说对于美国的州政府，货币政策由美联储统一制定，而财政政策则可以由其实施。

在此基础上，我们可以观察到州政府的财政状况与希腊表现出相似的特点。其中包括，地方政府融资的冲动很大，财政政策比较激进，这方面的一个直接的证据来自于“政府重组破产保护”制度实施以来的 70 多年，美国政府已经通过它挽救了 600 多个濒临破产的地方政府。

此外，分析披露出的州政府破产案例，那些具有强大工会组织、要素流动性差或者经济发展水平本身更差、受到冲击最严重的地区应当更容易发生债务危机。关于这方面更为细致的讨论我们会在之后的系列报告中涉及。

事实上，对于这部分的分析更大的考虑是希望借鉴希腊债务危机的案例，理解国内的地方政府融资行为和财政状况。此方面我们会结合近期对地方政府融资平台的调研在后续报告中展开讨论，而作为一个引子和铺垫，我们先在此从理论上梳理希腊与州政府或省政府之间的异同。

首先，如在之前一直讨论的内容，两者的相似点是它们无法独立和相机的使用货币政策。

其次，两者的不同点集中在以下层面。

第一，使用财政政策的自由度不同。欧元区的财政政策，是各国独立决定收入和支出的。与此类似，美国也是以州一级政府为主体的各州独立核算收入支出的财政制度；美国的地方政府允许单独破产。但在中国，相对来说中央政策对财政具有更大的控制权，中央协调地方财政的能力也越大。因此，从自由度的角度来看，希腊政府最大，美国州政府次之，而中国地方政府最小。

第二，工资弹性不同。欧洲国家，尤其是南欧国家如意大利、希腊，由于工会势力较强，要实现公司下调非常困难，所以一般来说工资刚性很强的国家相比弹性较大的国家失业率更高。一般认为美国、中国工会势力较弱，工资弹性较强。

第三，劳动力流动程度不同。美国、中国作为主权国家，内部各地区劳动力流动较大。所以一旦各地区的经济发展不平衡，人口就可以迁徙到需求较旺盛的地区寻找就业机会。所以局部地区的危机就可以得到缓和。相比，希腊作为一个小国，相对来说要实现大量的人口迁徙到其他成员国就业是比较困难的。所以，希腊还不具备加入最优货币区域（欧元区）的基础。

2.2. 希腊债务危机引发的资本流动以及资产配置的新变化

随着希腊债务危机的爆发，希腊主权债务必然会遭到投资者抛售，同时与其问题较为相似的西班牙等国的主权债务也将面临同样待遇；受其牵连，欧元经历了贬值，资本向美国和新兴市场国家流动；在此背景下，可能由于结构性问题，流入资金更多集中在债券市场，从而推动这些区域的债券收益率下行。

上文的描述展现在数据层面可以归纳为以下几点。

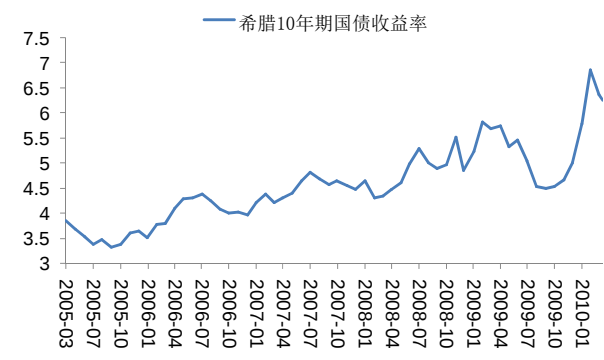
第一，希腊国债收益率以及 CDS 利差上升，并与德国相关指标的利差同期走扩；

第二，其他 PIIGS 成员国的上述指标也出现相同走势；

第三，欧元贬值，美元升值，部分新兴市场国家汇率升值；

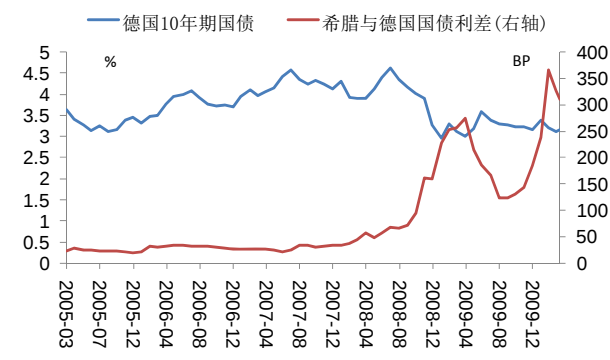
第四，美国国债收益率震荡下行，新兴市场国家主权债收益率也出现不同程度下行。

图 4：希腊国债收益率(%)



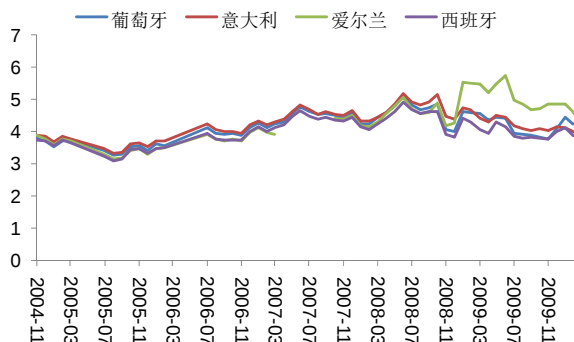
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 5：德国国债收益率与希腊-德国国债利差



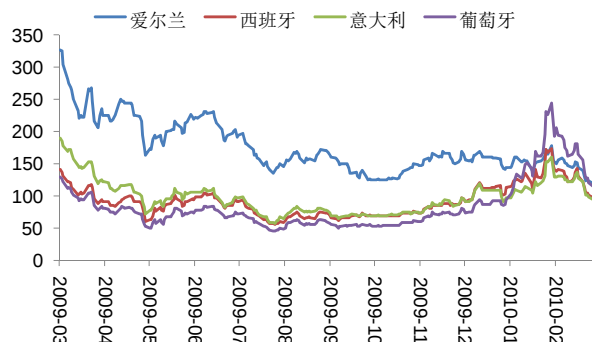
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 6：其他 PIIGS 成员国国债收益率(%)



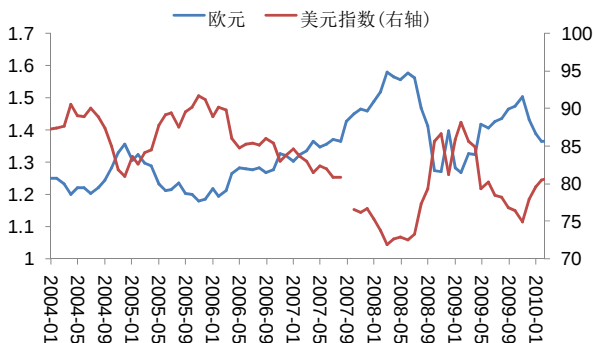
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注：图中数据为 10 年期主权债

图 7：其他 PIIGS 成员国 CDS(BP)



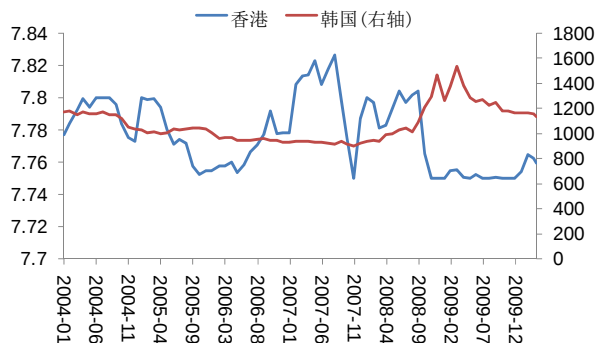
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注：CDS 期限为 5 年期

图 8：欧元汇率和美元指数



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 9：主要新兴市场国家货币汇率



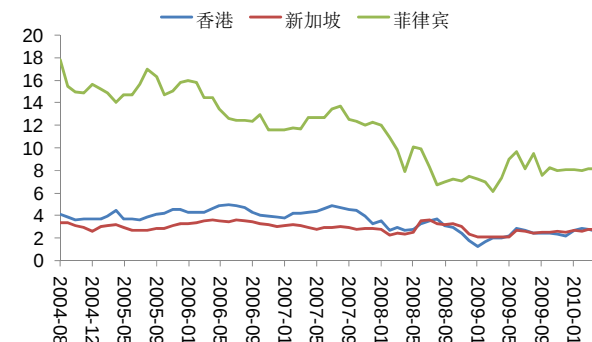
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 10：美国国债收益率(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 11：主要新兴市场国家国债收益率(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

如果站在中期的角度探讨希腊债务危机的影响，我们认为一个非常重要的变化将是资本对国际债券市场配置思路的转变，它们会增加对与新兴市场主权债务的配置比例。这是因为，此次希腊，以及很多成熟经济体暴露出的严重债务问题反映了即便是对于发达国家，主权债务同样可能会出现违约，甚至违约；而一些新兴

市场国家，尤其是亚洲国家的政府财政情况更为健康；这样的对比会在需求层面增加资本对财政健康的新兴市场国家主权债务的配置。

由此还可以引申出三个相关的结论，第一是在需求增加的背景下，由于新兴市场国家在国际市场的债务融资规模普遍较小，因此这些主权债务的收益率将出现下行是合理的估计。

第二是相对应的，由于基准利率的下行，这些国家内部的企业在国际债券市场的融资成本也将出现一定程度下行。

第三，国际资本可能会继续流入新兴市场国家，从而为当地的资本市场注入流动性。当然，需要说明的是对于中国而言，短期内资本流入的影响应当不会暴露的非常明显，因此影响资本市场走势的关键因素还是在于信贷政策的摆布所引发的实体经济流动性紧张和松弛；而可以肯定的是，从中期的角度来看，资本流入的影响是相对确定的，需要引起密切的关注。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn