



# 欧债危机对中国的影响

## ——基于欧债危机演进测度的研究

张梦露 吴 凤

**摘 要:** 欧洲主权债务危机通过贸易渠道、金融渠道以及非接触途径向中国传导。欧债危机对中国经济影响的实证研究结果显示:欧债危机对中国宏观经济存在一定程度的负面影响。其中出口贸易最先受到直接影响,人民币实际有效汇率上升,金融机构所受影响较小。基于此结论,我国需要调整经济结构、适当扩大内需;推进人民币跨境结算业务、加速人民币国际化进程;实现外汇储备多元化、保障巨额外汇储备安全;加强金融市场建设、健全银行业监管机制。

**关键词:** 欧债危机;危机测度;共同因素;中国经济

### 引 言

欧洲主权债务危机无疑是继 2008 年金融危机之后,在全球范围内影响最大的金融事件。2009 年末,希腊财政赤字与政府债务率双双大幅超出欧盟《Stability and Growth Pact》所规定的上限值,从而导致评级机构纷纷下调其政府主权信用评级,以此为标志和开端,国家主权债务危机在欧洲范围内愈演愈烈。葡萄牙于 2010 年 1 月收到穆迪调降其国债信用的警告;经济实力较强的西班牙财政赤字居高不下、股市暴跌;较为稳健的比利时也开始陷入危机,欧债危机进入发展阶段。欧元疲软加之欧洲股市暴跌,导致德国等欧元区龙头国家也已无力抵抗,欧债危机进入蔓延阶段。2010 年 4 月,自希腊正式向欧盟与 IMF 申请援助之日起,危机进入升级阶段,并开始得到救助。

欧债危机的形成可以简要归纳为“入不敷出、资不抵债”。欧洲低利率的货币环境提供了低廉的借贷成本,从而刺激消费、扩大进口,但同时也加大了贸易逆差,导致经常项目持续恶化。欧盟面临国家产业空心化,整个欧洲内部经济发展失衡,加之金融危机爆发导致世界经济不景气,欧洲财税收入减少。一直以来居高不下的福利政策以及失业率上升导致财政预算增加。这种积累与消费的不匹配(夏宏伟、李玉婷、陈诚,2012:206-207),加大了欧洲国家负债的压力。从欧洲国家债务结构来看,欧盟成员之间互为债权债务关系(周宗安、范磊、周沫,2012:27-32),内部传染风险大、且难以寻求转嫁,这种债务互持关系加剧了欧洲金融体系的脆弱性,放大了蝴蝶效应,使主权债务危机的发展在欧债范围内呈现“病来如山倒”之势。货币政策与财政政策的二元结构无疑是制度上的缺陷,“无监管、无惩罚、无治理”体现了欧洲风控体系不健全。救助不及时、治理不得当,导致欧债危机影响了世界经济从金融危机中复苏的进程,中国经济的复苏也有所延缓。

此次欧洲主权债务危机对中国经济的传导通过以下三种途径。第一,贸易途径。贸易途径是欧债危机向中国传导的基本渠道,通过汇率机制和消费需求对我国出口贸易产生竞争力减弱和需求下降的双重影响(张云、杜莉,2012:79-82)。与此同时,欧盟贸易保护主

义抬头,为摆脱债务危机、尽早实现经济复苏,欧盟实行了扩大出口、限制进口的激进对华贸易政策(姚铃,2011:42-52)。第二,金融途径。金融途径是欧债危机向中国传导的重要渠道,通过汇率变动、短期资本流入以及 FDI 影响中国经济(孔凡伟,2011:28-31)。欧元贬值导致中国持有的欧元资产缩水,量化宽松政策可能带来热钱流入、增加我国输入性通胀压力,欧洲经济不景气将直接导致来自欧洲外商直接投资降低。第三,非接触途径。欧债危机对中国经济影响的非接触途径包括季风效应和羊群效应。欧债危机前夕的国际金融危机即为此次季风效应的外部因素,提高了金融体系的系统性风险、加剧了金融脆弱性。另一方面,由于中国的投资者受羊群效应的影响,其信心降低也将对中国经济产生负面影响。

诸多文献致力于研究欧债危机对中国经济的影响,其中以理论研究为主。国内学者认为欧债危机加大了我国出口压力(罗传健,2011:4-9)、增加了外汇储备管理难度(覃发艳,2010:14-16)、加剧了金融市场波动(张明、郑英、敬云川,2012:24-38)、暴露了金融政策风险。危机带来挑战的同时也带来机遇,欧元持续走低,从欧洲角度而言人民币升值压力减轻,进口商品价格下跌一定程度上缓解了国内价格上涨的趋势(李稻葵、张双长,2010:4-12)。外国学者也同样关注欧债危机对中国的影响,花旗首席经济学家 Willem Buiter 认为欧债危机削弱了人民币升值的外部压力,一定程度上推动了人民币自由化和国际化(Willem Buiter,2010)。2006 年诺贝尔经济学奖得主 Edmund S. Phelps 认为欧债危机对中国的影响主要体现在出口方面,他指出未来 5 年内中国对欧出口额将不会好转,同时欧洲市场对中国投资的回报也不被看好(腾讯财经,2012)。运用实证方法研究欧债危机对中国影响的文献多着眼于其对我国出口贸易的影响,认为欧债危机降低了我国贸易额度、削弱了出口企业竞争力、恶化了出口贸易环境、压缩了贸易利润空间。笔者基于前人的研究成果,推进欧债危机的实证研究。采用实证方法研究欧债危机对中国经济多方面的影响,难点在于对欧债危机演进的刻画。因为量化学界对于欧债危机进程的定性描述是计量方法得以运用的前提,即需要通过技术处理,找到欧债危机进程的可量化指标。笔者借鉴 Lumsdaine and Prasad(2003)成功量化美国金融危机演进的方法,结合本次危机的特点,提取其中的代表性指标,创建一个单一指标来刻画此次欧债危机的演进。生成的单一指标优于简单的用债务量、债务率或债务结构等既有指标,这种处理方式可以避免各国指标简单加总带来的谬误,并且更能直观、真实、动态的反映欧债危机的变化趋势。

## 一、研究框架

### (一) 欧债危机演进的测度

直观地说,危机就是对经济体一系列随机的负面冲击。笔者假定这一系列随机冲击对经济体多个经济指数存在影响且影响可加总,同时假定每个指数所受的影响包括特异性冲击部分,以此作为单个市场或经济体自身的特性(薛熠、何茵,2010:69-83)。但是,不同外生冲击影响经济的速度不同,且经济各方受冲击后反映存在差异。为解决这一问题,笔者借鉴 Lumsdaine and Prasad(2003)的方法,通过寻找一个时变的动态权重,从而达到准确反映某一经济指标对欧债危机的传导和反映过程中的不同步性。该方法旨在确定欧债危机冲击中的共同因素(common factors),创建一个单一指标刻画危机的演进。

在本研究中,共同要素即为欧债危机的要素冲击。当所有经济指标在危机演进中同时恶化的时候,此共同趋势由欧债危机的冲击导致。为实现本文既定目标,并兼顾可操作性,本文略去了危机中各要素间的相互作用。时变的动态权重是模型的基本思想,用于反映欧债危机共同因素对所选取每个指标的影响。首先,对每个单项指标  $i$  构建 garch 模型:

均值方程:

$$y_{it} = \mu_i + \varepsilon_t \quad (1)$$

条件方差:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i u_{t-1}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-1} \quad (2)$$

时变动态权重为:

$$W_{it} = \frac{1}{\sqrt{h_{i,t+1}}} \bigg/ \sum_k \frac{1}{\sqrt{h_{k,t+1}}} \quad (3)$$

欧债危机共同因素  $CF_t$  为:

$$CF_t = \sum \omega_{it} y_{it} \quad (4)$$

每个单项指标  $i$  在受到共同要素  $CF$  冲击的同时,也受到自身个体要素冲击。若个体要素冲击不存在,则各单项指标仅受到共同要素冲击,根据大数定理,(3)式能够对共同要素进行无偏的估计。但存在个体要素冲击时,单项指标条件方差相对于其他指标变大时,表明该指标所承受的个体要素冲击较大。因此,本研究采取单项指标  $i$  条件方差的倒数占全部指标条件方差倒数总和的比例作为该指标的权重,以此方法适当调小该指标对共同因素的贡献度。

欧洲主权债务危机的主要影响层面是政府主权债务和市场流动性,国债收益率与债务危机的发展息息相关,而欧元隔夜拆借利率可以从数据层面反映欧元的流动性。国债收益率只有维持在足够高的水平上,才有投资者愿意承担高风险购买危机国国债;隔夜拆借利率实时反映了欧元流动性状况,其升高说明欧元流动性趋紧。欧债危机涉及欧洲多国,且各国危机状况不尽相同,为了兼具代表性和普遍性,本文采用欧债危机重债国“欧猪五国”的政府十年期国债收益率与欧元隔夜拆借利率 Eonia Rate 来确定欧债危机的共同因素。

## (二) 欧债危机对中国经济影响的测度

在得到刻画欧债危机演进的共同因素指标后,本文运用向量自回归 VAR 模型研究欧债危机对中国经济的影响。含有  $N$  个变量滞后  $k$  期的 VAR 模型表示如下:

$$Y_t = \mu + \prod_1 Y_{t-1} + \prod_2 Y_{t-2} + \dots + \prod_k Y_{t-k} + u_t, u_t \sim IID(0, \Omega) \quad (5)$$

其中,

$$Y_t = (Y_{1t}, Y_{2t}, \dots, Y_{Nt})^T$$

根据欧债危机向中国传导的三个渠道,选取欧债危机对中国经济影响的指标<sup>①</sup>。选取能较好反映我国总体经济波动状况的中国宏观经济景气指数同步指标作为衡量我国宏观经济的指标;选取中国出口总额作为欧债危机影响中国贸易的指标;选取人民币实际有效汇率、中国金融机构贷款总额作为欧债危机通过金融渠道影响中国经济的指标。因此,本研究中的 VAR 模型一共含有 5 个变量,分别为:欧债危机共同因素  $CF$ 、景气指数同步指标  $BI$ 、人民币实际有效汇率  $EX$ 、出口总额  $EXP$ 、贷款总额  $CR$ 。

即,  $Y_t = (Y_{cf,t}, Y_{bi,t}, Y_{ex,t}, Y_{exp,t}, Y_{cr,t})^T$ 。

## 二、实证结果及分析

根据欧债危机的爆发时间,本文选取 2010 年 1 月至 2014 年 9 月的月度数据作为样本。并根据第二部分描述的模型方法和所选样本预测,以此测度欧债危机共同因素的冲击及其对中国经济的影响。

### (一) 对欧债危机共同因素的测度结果

根据欧猪五国政府十年期债券收益率及欧元隔夜拆借利率数据计算,得到刻画欧债危机的共同因素  $CF$ 。共同因素的数值变化刻画了欧债危机的发展趋势,数值为正表明欧债危机恶化,数值为负表明危机有所好转,相应数值大小对应危机恶化或好转的程度。如图 1 所示,2010 年前 3 季,  $CF$  的值围绕 0 上下小幅波动,从第四季度起,  $CF$  波幅开始放大,并在 11 月达到峰值。2011 年至 2012 年 4 月,  $CF$  波幅较大,此后趋于平缓。希腊 2009 年末被各评级机构下调主权信用评级标志着欧债危机的开端,但由于危机还未大肆蔓延,影响仍局限于政府层面,因此  $CF$  波动不明显。当危机从爆发阶段进入扩散、蔓

<sup>①</sup>对于代表中国经济发展指标的选取,考虑到非接触途径属于行为金融领域的研究范畴,本文选取的主要指标主要基于贸易途径和金融途径。

延阶段,对银行业和实体经济的影响也逐渐显露,CF 值波动幅度明显加大。2011 年 10 月的峰值也与当月意大利十年期国债收益率突破 7% 关口为标志的意大利陷入政府主权债务危机相对应。CF 波动趋势在 2011 年 8 月与 2012 年 1 月出现向下的波动,表明此时欧债危机有所好转。这是由于希腊、爱尔兰、西班牙等国家在危机爆发后纷纷推进结构性改革、进行财政整顿、实行经济调整计划,这些自我救助开始产生成效。2011 年 12 月,欧洲央行为避免欧元区陷入新一轮银行业危机,实施了自欧元区成立以来最大规模的信用注入。欧债危机通过危机国家自救、欧盟和欧洲央行共三重救助,情况趋于稳定,欧洲央行行长德拉吉在 2012 年 3 月表示欧债危机最坏的阶段已经过去。

## (二) 欧债危机对中国经济影响的测度结果

VAR 模型要求各时间序列平稳,因此针对各指标自身特点,通过去季节性、取对数和做差分等方式将其变平稳。表 1 是采用 Eviews6.0 计量分析软件对所选指标序列处理后进行单位根检验的结果。

表 1 各变量单位根检验结果<sup>①</sup>

变量	ADF 值	临界值		
		1%	5%	10%
cf	-6.674639	-3.560019	-2.917650	-2.596689
$\Delta \ln bi$	-6.851765	-3.557472	-2.916566	-2.596116
$\Delta \ln ex$	-8.072858	-3.557472	-2.916566	-2.596116
$\ln exp\_sa$	-5.890407	-3.555023	-2.915522	-2.595565
$\Delta \ln cr$	-7.188342	-3.557472	-2.916566	-2.596116

数据来源: Eviews 结果整理

对上述已经处理为平稳序列的变量进行协整检验后,发现存在协整关系,即可进行后续分析。本文主要对所构建的 VAR 模型进行脉冲响应分析,研究当共同因素 CF 变动正负两个单位时,中国宏观经济景气同步指数、出口总额、信贷总额以及人民币实际有效汇率的变动,结果如图 2 所示。

从图(a)可看出,我国宏观经济景气同步指数与欧债危机存在负相关性,存在一期的滞后,从第六期起收敛。欧债危机给我国宏观经济带来了一定的负面影响,但影响持续时间不长,在第四期后明显减弱。说明欧债危机并没有第一时间影响中国宏观经济,且我国抵御欧债危机的能力较强,恢复速度较快。

从图(b)可看出,欧债危机对中国出口的影响立竿见影。影响在第一期就得以显现,主要体现在前三期,随后影响减弱,直至第六期趋于平稳。欧债危机的爆发从需求路径、汇率路径和融资成本路径共三方面对中国出口造成影响。为了平衡政府收支,欧元区多国开始实行紧缩型财政政策,居民收入水平下降、投资减少、消费需求下降,从而导致进口需求降低;欧元持续贬值,降低了中国出口贸易的竞争力,同时增大了中国出口商面临的汇率风险,从而中国对欧出口减少;持有欧洲重债国政府债券的欧元区银行面临因流动性紧缩而导致的破产风险,该风险通过借贷行为向实体经济传导,融资成本的提高从另一方面削减了进口贸易需求。

从图(c)可看出,我国金融机构贷款总额在均线附近呈现上下波动,并没有明显的增减趋势,即欧债危机对我国金融机构贷款总额的影响不显著。这是由于中国的金融机构开放程度不高,与欧元区金融市场的关联度与融合度有限,因此欧债危机通过金融途径对中国产生的影响较小。

从图(d)可看出,欧债危机对人民币汇率指数的增量产生了正向影响。结合人民币汇率指数原序列

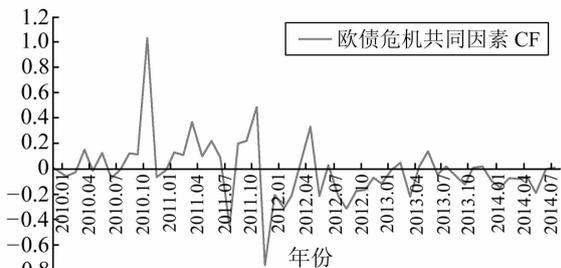


图 1 2010 年 1 月至 2014 年 7 月欧债危机共同冲击的变化

<sup>①</sup>\_sa 表示去季节性,ln 表示取对数,Δ 表示一阶差分。以  $\Delta \ln fdi\_sa$  为例说明, $\Delta \ln fdi\_sa$  表示先对 fdi 指标去季节性,接着取对数,最后进行一阶差分后的结果。

的趋势分析,可以得出人民币实际有效汇率因欧债危机冲击得到提升的结论,即人民币购买力走强。为中国经济地位在世界范围内得到提升而高兴的同时,我们需要警醒人民币汇率走强背后的风险。巨额外汇储备安全受到威胁、出口企业利润被压缩、经济增长放缓等风险均需要采取相应措施防范。

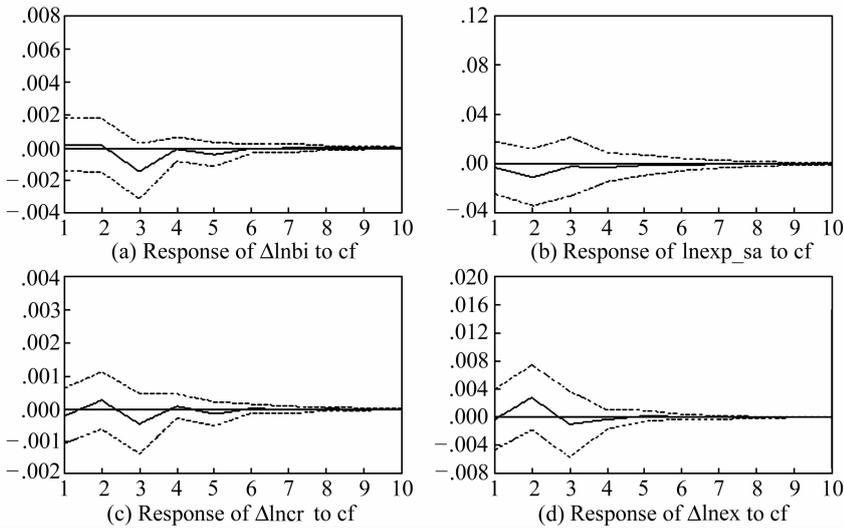


图 2 脉冲响应函数图

数据来源: Eviews 结果整理

### 三、结论及建议

欧债危机的爆发减缓了全球金融危机后世界经济复苏的进程。欧洲人口老龄化程度与高福利政策传统,致使欧债危机成为一个中长期的问题(《欧洲主权债务危机的传导路径和发展趋势》课题组,2013:11-23)。这让我们不得不关注欧债危机对中国经济的影响,并提出应对措施。本文通过测度能够刻画危机演进的欧债危机共同因素,运用 VAR 模型研究了欧债危机对中国实体经济与金融业产生的影响。

实证结果表明,欧债危机对中国经济的影响主要通过贸易途径传导,而通过金融途径的传导有限。总之,欧债危机对中国经济产生了一定的负面影响。具体来说,我国宏观经济增长速度放缓,出口贸易规模有明显萎缩,人民币汇率指数上升导致巨额外汇储备安全存在隐患,金融机构所受影响尚不显著。

欧债危机并没有完全度过,财政政策与货币政策二元结构的制度缺陷,持续低速经济增长和高额支出不平衡,以及世界经济局势前景不甚明朗,都可能导致欧债危机持续存在。危机的延续导致其对我国经济的影响持续,因此结合本文的研究结果,提出以下建议:

第一,调整出口拉动型经济结构,刺激消费扩大内需。出口导向型的增长模式,注定了中国经济容易受到世界经济局势变动的冲击。国际贸易之争成为不争的事实,中国劳动力成本上升已不可逆转,高科技产品出口的竞争力尚未完全形成。因此,我国经济发展模式的转变应瞄准拉“三驾马车”中的消费一项。随着包括住房保险、养老金并轨等社保制度在深度、广度上的拓展,消费信心得以增强,依靠内需提振经济在制度上已有保障。在此基础上配合积极的财税政策,适当提薪、降税,促进国民转变消费观念。此外,仍需优化出口结构,提升高劳动附加值商品占出口产品的比重,拉大出口贸易的利润空间。

第二,推进人民币跨境结算,加速人民币国际化进程。人民币国际化的实现,通过降低汇率风险从而达到降低因使用外币产生的财富流失。依托国际金融中心的建设,提升金融机构国际化程度,扩大人民币跨境结算、融资服务等金融服务的份额。提升中国出口产品的优势,借助海外市场对中国产品的依赖,推进人民币在出口贸易中的计价与结算。

第三,实现外汇储备多元化,保障巨额外汇储备安全。过于单一的外汇储备结构无疑是将鸡蛋放在了同一个篮子里,风险隐患不言而喻。坚持外汇储备的多元化投资,将结构单一的外汇储备通过投资的方式实现多元化,以此增强中国抵御金融危机风险的能力。

第四,着力加强金融市场建设,健全银行业监管机制。欧债危机通过金融途径对中国的影响较小,说明我国金融业开放程度欠缺,与世界金融业关联度低。虽然因此使我国金融业在欧债危机带来的影响中得以幸免,但从长远发展角度来看,无论是对中国金融业自身发展还是对经济发展贡献而言,“闭关锁国”都是作茧自缚。加强金融创新,开展海外并购,同时配以适度监管,推进中国金融业的国际化。

#### 参考文献:

- [1] 《欧洲主权债务危机的传导路径和发展趋势》课题组(2013). 欧债危机的发展趋势展望. 金融发展评论 6.
- [2] 李稻葵、张双长(2010). 欧洲债务危机: 预判与对策. 经济学动态, 7.
- [3] 罗传健(2011). 欧洲主权债务危机及其对中欧贸易的影响研究. 国际贸易问题, 12.
- [4] 孔凡伟(2011). 欧债危机影响中国经济的途径与应对之策. 国际融资, 11.
- [5] 覃发艳(2010). 欧洲主权债务危机的发展历程及影响分析. 武汉金融 7.
- [6] 腾讯财经(2012). 诺奖得主: 中国经济面临放缓, 欧债危机仍存风险. <http://finance.qq.com/a/20120402/000940.htm>, 2012-04-02.
- [7] 夏宏伟、李玉婷、陈 诚(2012). 欧债危机的原因及发展预测. 现代商业, 15.
- [8] 薛 熠、何 茵(2010). 次贷危机对中国经济的影响——基于创新的金融危机测度指标的实证分析. 金融研究, 5.
- [9] 姚 铃(2011). 欧债危机路漫漫中欧经贸待考验——剖析欧元区主权债务危机及其影响. 国际贸易, 9.
- [10] 张 明、郑 英、敬云川(2012). 欧债危机的现状评估、政策选择与演进前景. 经济社会体制比较, 3.
- [11] 张 云、杜 莉(2012). 欧元区国家主权债务危机传导路径的识别与管理. 经济纵横, 12.
- [12] 周宗安、范 磊、周 沫(2012). 欧洲美国主权债务危机的比较与展望. 经济与管理评论, 2.
- [13] Lumsdaine, R. L. & Prasad, E. S. (2003). Identifying the common component of international economic fluctuations: a new approach, *Economic Journal*, 113.
- [14] Willem Buiters(2010). Europe Debt Crisis to Have Limited Impact to China, *China Daily*, 2010-05-27.

## The Influence of European Debt Crisis on China's Economy

——Based on the Method of European Debt Crisis Description

Zhang Menglu (Wuhan University)

Wu feng (Wuhan University)

**Abstract:** The European sovereign debt crisis transmitted to China through trade channels, financial channels and non-contact way. Refer to Lumsdaine and Prasad's method, we build an unilateral quantity index which can describe the debt crisis. Subsequently, using VAR model studies the European debt crisis brought what kind of impact to Chinese economy. Our empirical research is based on monthly data between January 2010 and September 2014. As shown in the empirical results, debt crisis has a negative effect on Chinese macro economy. Due to the decline in external demand brought by the Europe debt crisis, China's export industry was affected at first time. Because of the effect to the European debt crisis on China's economy, the RMB real effective exchange rate rise. Besides, the influence of the crisis to Chinese financial industry was not significant. Finally, policy suggestions such as adjustment of economic structures, promoting the internationalization of the RMB, accelerating diversification of foreign exchange reserves, strengthening the ability of financial industry to prevent the global risk are put forward.

**Key words:** European debt crisis; crises description; common factors; china's economy

■作者地址:张梦露,武汉大学经济与管理学院;湖北 武汉 430072。Email:263625427@qq.com。

吴 凤,武汉大学经济与管理学院。

■基金项目:教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(12JZD029)

■责任编辑:刘金波