

冰岛金融危机的起因、教训与启示

Icelandic financial crisis: Causes, lessons and implications

王家强

作者简介

王家强，中国银行国际金融研究所

Author

Wang Jiaqiang, Institute of International Finance, Bank of China

摘要

在全球金融危机的冲击下，冰岛成为第一个陷入困境而向IMF求助的发达国家。该文分析了冰岛金融危机的起因及教训，认为冰岛危机是自身经济发展失衡、金融过度膨胀且存在结构缺陷的后果；政府的金融监管与危机应对措施也负有重大责任，对其他国家都有着重要的警示意义。

Abstract

Under the impact of the global financial storm, Iceland has become the first developed country to resort to International Monetary Fund for help after getting bogged down in a severe plight. This paper investigates the origins of the financial crisis in Iceland as well as the lessons from it, suggesting that imbalanced economic development, over-inflated finances and structural defects have had serious consequences for the Icelandic economy. Besides, the Iceland government should be largely responsible for the predicament in light of financial regulation and anti-crisis measures, which should serve as a warning for other countries.

2008年10月6日，冰岛总理吉尔·哈尔德发表电视讲话表示，受美国和欧洲银行业危机冲击，冰岛正面临着全国性破产的风险。10月24日，IMF宣布将向冰岛提供21亿美元的贷款支持，以助冰岛渡过难关。11月19日，IMF执董会批准了对冰岛贷款计划，冰岛则成为30年来第一个接受IMF救援的西方国家。冰岛危机引发国际社会广泛关注。

一、冰岛金融危机的起因

截至2008年二季度，如果从总体统计数据看，冰岛这个人口仅有31.3万的北欧岛国，依然风光无

限好，很难想象整个国家会在一夜之间濒临破产境地。

覆巢之下无完卵。美国次贷危机已经波及世界各国，各大金融机构纷纷起火，各国政府疲于应付。冰岛经济在其繁荣的表象之下，实则积弊很深，金融稳定性很脆弱，危机浪潮袭来，冰岛作为“裸泳”者浮出水面。

（一）冰岛经济发展模式积弊已久

冰岛与欧洲许多国家（德国、英国、法国、俄罗斯等大国除外）一样，走的是“小国、高福利、大金融”的发展模式。“小国”，意味着人口少（特别是存

- 2007年，冰岛GDP达202亿美元，超过我国海南省GDP的规模；2000~2007年，冰岛年均GDP增长率达4.4%，在发达国家中仅次于爱尔兰。2008年上半年GDP增长高达4.1%，与众发达国家的衰退形成鲜明对比。
- 2007年，冰岛人均GDP达到64548美元，在全球名列第四，仅次于卢森堡、挪威和卡塔尔；联合国将冰岛列为“最适宜人居”的国家；2008年世界经济论坛将冰岛的竞争力列为全球第20位。
- 冰岛金融业集中在银行体系，其前三大银行在2008年全球1000家大银行中分列第124、177和232位，合计总资产与我国招商银行规模相当；2007年，该三大银行税前利润合计同比增长22%，净资产收益率（ROE）达24%，资本充足率良好，未涉及次贷相关债券。

在老龄化问题），资源少，除渔业、铝矿和旅游等有限资源外，冰岛几无其他战略性资源。“高福利”，这种从摇篮到坟墓的社会保障制度，意味着政府必须广开财路，以确保社会的稳定发展。“大金融”，在人力与自然资源约束条件下，要占有更多的社会发展资源，最好的办法就是“以钱博钱”，大力发展金融业。

近十年来，冰岛政府认为靠资源拉动的经济增长过于缓慢，于是与其他欧洲国家一样，冰岛“弃实业”而走上金融膨胀的发展道路，社会经济资源向扶植金融产业方向倾斜。特别是2005年到2007年，冰岛金融业发展迅猛，银行业向私人部门提供的信贷增长额占GDP比重在全球排名第一。2006年，金融、地产及与之相关的建筑业上升至经济中的主导地位，在GDP占比高达37%；与此同时，渔业这一传统主导实体产业却持续萎缩，在GDP中占比从1996年的13.8%下降到6.6%。

图1 冰岛经济（GDP）增长和国民支出

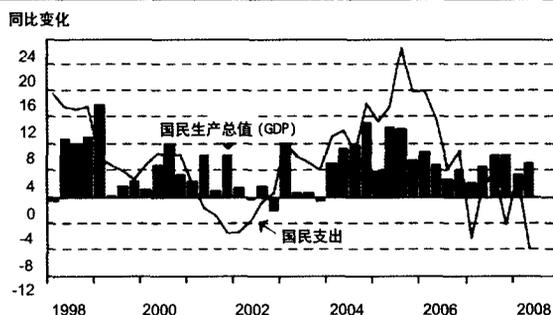
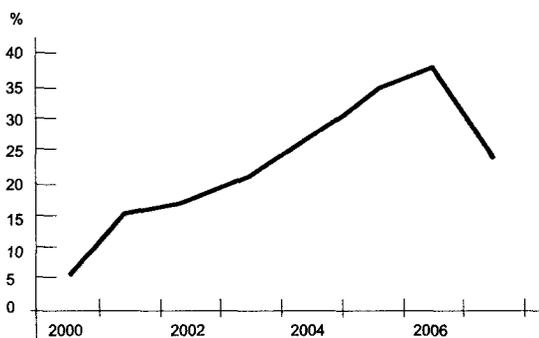


图2 2000年~2007年冰岛银行业的净资产收益率（ROE）



冰岛发展模式的基本要义是，利用高利率、低管制的开放金融环境吸引海外资金，然后投向高收益的金融项目，进而在全球资本流动增值链中获利。这种依赖国际信贷市场的高杠杆式发展，具有高风险高收益的特征。最近七年来，冰岛GDP的高速增长就是金融业大发展的拉动效果。但是一旦出现金融危机，导致金融市场流动性紧缩，货币市场融资停滞，由金融机构高负债形成的支付危机就会导致整个国家对外债务困难，使得银行危机、货币危机和债务危机同时爆发。有分析指出，冰岛政府更像是一只私募基金，这使其在全球金融危机中成为最脆弱的国家。

（二）冰岛银行业过度膨胀（Overbanked），资金来源结构流动性风险高

冰岛的金融业发展集中在银行业。2007年末，冰岛三大银行资产规模高达1808亿美元，接近GDP规模的9倍，该比例在全球排名第二，仅次于卢森堡的

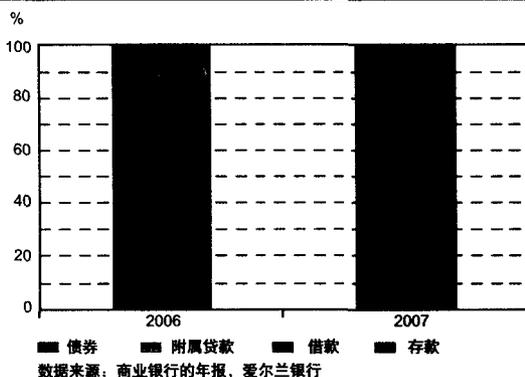
表1 1996 ~ 2006年冰岛产业结构的变化

第一产业	11.6	9.1	5.9
——农业	2.2	1.5	1.3
——渔业	9.4	7.6	4.6
第二产业	27.1	27	24.6
——采矿	0.1	0.1	0.1
——渔业加工	4.4	4.5	2.0
——建筑业	6.7	7.6	10.3
——水电供应	3.8	3.7	3.4
——其他制造	12.1	11.1	8.8
第三产业	61.3	63.7	69.5
——批发零售	12.3	9.8	10.6
——住宿餐饮	2.0	1.7	1.5
——交通运输	8.8	8.2	5.9
——金融地产	17.6	20.4	26.6
——其他服务	20.6	23.6	24.9
合计	100	100	100

15倍。最近几年，特别是2004年开始，冰岛银行业主要通过并购手段，实施大规模的海外扩张。到2007年，冰岛三大银行有41%的资产分布于海外，58%的收入来源于海外。其中，对国外发放的贷款有43%在北欧7国，27%在英国，其余30%分布在其他国家和地区。冰岛银行机构成为该国股票市场的主要上市公司，80%的股份由外国投资者持有。

在银行业总资产过度膨胀的同时，银行机构的资金来源结构显著不合理。在2006年，冰岛银行业通过发债和同业借贷筹资占资金来源的比重高达60%，2007年这个比例虽然有所降低，但仍然高达50%。2006年冰岛银行业因资金来源高度集中化而（银行存款占资金来源的比重不足30%）而饱受诟病，于是在2007年大力吸收存款。但来源于本国的存款并不多（占

图3 2006年和2007年银行筹款的资金组成



22%)，主要是外币存款，其中45%是来源于英国的英镑存款。

显然，冰岛银行业高度膨胀的发展模式，具有高杠杆、资金来源结构高度集中、资金运用长期化和全球化的特征，其持续经营具有非常大的脆弱性。一旦金融市场陷入流动性紧缩，筹资渠道停滞，银行业便陷入流动性危机之中。这一情况不幸发生了。2008年9月，美国次贷危机的进一步恶化，引发欧洲金融市场高度紧缩，国外短期信贷市场关闭，冰岛银行业危机爆发。2008年9月下旬，冰岛第三大银行Glitnir由于流动性危机而不得不向冰岛央行提出短期贷款要求，但遭到了拒绝。29日，冰岛政府以6亿欧元收购该行75%的股权，对其强制实施了国有化。

与诸多欧洲金融机构陷入困境所不同的是，冰岛银行业并未涉及任何美国次贷及相关债券损失，仅仅因为金融市场流动性紧缩，便坍塌于自身累积的畸形发展模式之中，银行业盈利水平再高也无济于事。

（三）冰岛货币具有高度脆弱性

冰岛是欧洲4个未加入欧盟的发达国家之一（其他3个为以色列、挪威和瑞士），其经济总量却比其他三国要小得多，GDP规模相当于以色列的10%、挪威或瑞士的4%。因此，冰岛货币（冰岛克朗）可谓全世界流通量最小、可自由兑换、实行浮动汇率的货币之一。2008年以来冰岛经济、金融的发展形势则使冰岛克朗成为高度脆弱的货币。

1. 高通货膨胀率。近年来，冰岛通货膨胀形势较为严峻。2005~2007年三年分别为4.0%、6.8%和5.0%，高于通胀目标2.2%。2008年以来，国际大宗商品、粮价和油价齐涨。而且，随着金融危机深化发展，冰岛资金外流明显，冰岛克朗开始出现贬值趋势。上述因素很快引发冰岛通货膨胀节节高攀，到2008年9月，CPI高达14%。

2. 经常项目赤字。长期以来，冰岛的海洋渔业作为冰岛的支柱产业之一，贡献了近60%的出口收入，因此冰岛的贸易帐户在2002年以前尚能偶有盈

余。但是，自从冰岛将主要资源倾斜到金融业发展以来，贸易赤字日益扩大，2006年经常项目赤字占GDP比重创25.4%的历史记录。2007年有所收窄。但是，为应对通货膨胀，冰岛基准利率在2008年上半年提升至15.5%的历史新高，加上巨额的对外负债，收入项目出现大幅赤字，再度推动经常项目赤字占GDP比重创35%的历史新高。

3. 外债规模庞大。冰岛银行业通过在国际资金市场大量借入低利短债，投资于国内高利率长期资产，按揭资产便是其中一种。2004年以来的经济好景，导致冰岛的银行过度借贷，财务杠杆因此达到了惊人的幅度。冰岛家庭对外债务比重也随之大幅提高。2007年，冰岛总外债规模高达国内生产总值的12倍（约1000亿欧元），但是冰岛央行的流动资产却只有40亿欧元。银行业一旦出现问题，政府根本无力援救，只有宣布面临破产。

上述因素决定了冰岛货币的脆弱性，冰岛危机随着国际金融市场环境的恶化而到来。2008年9月29日，冰岛政府对冰岛第三大银行Glitnir强制实施国有化之后，标普调降冰岛外币债信用评级等一级至A-；30日，惠誉调降冰岛长期外币评级，由A+降至A-。穆迪投资人服务将冰岛的Aa1评级列入观察。受此影响，Glitnir银行股价当天在开盘后暴跌71%。

冰岛银行危机使本已开始贬值的冰岛克朗进一步暴跌。随后，冰岛第二大银行Landsbanki的短期融资也丧失殆尽，欧洲央行发出了催缴保证金的通知；由于债务降级，贷款合约也遭遇催付。10月6日，冰岛宣布国家面临破产风险；10月7日，由于冰岛银行无力兑现承诺，冰岛政府对Landsbanki实施了国有化；10月8日，冰岛第一大银行Kaupthing也被实施了国有化。随后股市和汇率暴跌，冰岛陷入全面危机。

二、冰岛政府的应对措施

冰岛政府所选择的发展道路，缺乏实体经济的支撑，事实上已经远远超越冰岛本身可持续发展的承受能力。这一失策本已经值得警惕，应当及时调整经济

结构，走上更为平衡的发展道路。然而冰岛政府在危机应对中惊慌失措，应对失策，进而加剧了危机发展的深度，这是值得宏观管理者吸取的教训。

（一）仓促对银行实施国有化

在2008年上半年全球金融危机深化发展之时，银行财务表现尚可，冰岛央行并未及时警示风险，也未及时注入流动性。在冰岛第三大银行Glitnir陷入流动性危机而向冰岛央行求助之时，央行并未一如国际社会开拓各类工具为金融市场注资，而是拒绝了银行的短期融资请求，依照惩罚条款对其仓促地实施了国有化，而不是对其进行接管。殊不知，冰岛银行对外负债累累，国有化行为损及国外投资者和存款者的利益，并导致国际信评机构迅速下调冰岛的债信评级。

（二）不负责任的言论损害了政府信誉

冰岛政府的应对危机举措还损害了政府信誉，并极大地影响了该国的稳定。其一是央行行长奥德森发表公开讲话，表示冰岛正面临着全国性破产的风险，冰岛政府将向国内的商业和储蓄银行提供全额担保。他的话被解读为冰岛将不会偿付英国储户的存款，引发了英国的过激反应和报复行动。英国援引了反恐法案，查封了Landsbanki和Kaupthing在英国的资产。不当的言论使冰岛失去潜在的危机救助盟友。其二是为稳定市场信心，冰岛总理在向俄罗斯求助的同时，便宣布将得到俄罗斯50亿美元的贷款。而此时谈判还未开始，第二天便被普京的发言人否认了这一消息。原本旨在恢复市场信心的举措，适得其反，加剧了恐慌情绪。

（三）冰岛政府低估了事态的严重性，高估了央行的控制能力

早在危机苗头显露之时，冰岛缺乏有效的应急预案，未能及早寻求国际援助，也不希望国际货币基金组织介入，延误了对危机的及时处理。冰岛政府还犯了一个重大错误，在冰岛克朗汇率暴跌后，10月7日冰岛央行宣布采取钉住美元的固定汇率机制。但事实上，央行捉襟见肘的外汇储备和流动性资金对庞大的

资金流动简直就是杯水车薪。钉住的汇率水平远远高于市场交易的水平，市场一发不可控制，央行终于无力回天，这一举措第二天即遭弃用。直到10月13日，IMF才正式称冰岛已经向该组织求助。此外，冰岛和俄罗斯两国官员已经在莫斯科就贷款事宜进行磋商。10月15日，冰岛央行将基准利率从15.5%下调到12%，在通货膨胀高企的背景下，这一举措对金融稳定作用相当有限。

与IMF的谈判在10月24日有了结果，IMF宣布已经向冰岛提供21亿美元的两年期贷款，冰岛成为30年来首个获得IMF援助的西方国家。也正是在这一天，冰岛首都雷克雅未克2000名市民发起了的游行示威，抗议政府应对危机不力。10月28日，根据IMF的贷款条件，冰岛须确保高通胀得到控制，并确保对外资的吸引力，冰岛将基准利率从12%上调到18%。这一意外决定让此前的降息举措大失颜面。

三、冰岛金融危机的启示

冰岛的经济发展模式积弊已深，冰岛政府的救市举措不仅未取得如期效果，还广受国际社会的批评。IMF对未来冰岛的经济前景极为悲观，预计从2008年下半年到2009年将陷入深度衰退，2009年实际GDP将可能下降9.6%。冰岛危机对我们有如下重要启示。

（一）高度重视经济平衡发展的重要性

失衡的经济结构是不具有可持续性的，因此选择适合本国国情的经济发展模式非常重要。目前，在美国次贷危机迅速演化为全球性金融危机，任何市场开放的国家都无法免受金融危机的影响。在受影响较大的国家中，许多都存在着种种失衡的发展结构。冰岛弃实业而发展金融业，利用高利率和低管制的开放金融环境吸引海外资本，然后投入高收益的金融项目。一方面，这种依赖国际信贷市场的杠杆式发展，收益高但风险也大；另一方面，实体产业空洞化、财富高涨带来高消费，使其经常项目赤字高度扩张。

（二）加强宏观监管，严控金融业过度扩张、控制通货膨胀和资产泡沫

冰岛在最近几年的重大宏观失误莫过于过度放任银行业的任意扩张，大大降低了金融体系的稳健性。而在本国高通货膨胀、外汇储备又非常有限的情况下，冰岛政府对金融市场、银行和货币缺乏应有足够的监管和控制能力。金融的发展必须以实体经济为根基，过度过快发展金融业必将埋下极大隐患，在金融危机中受到最大的冲击。

（三）应调整好居民、金融机构乃至整个国家的资产负债表，避免过度的对外负债

冰岛银行业的信贷发展过快，导致物价高涨和居民的过度负债。冰岛银行业主要通过国际货币与信贷市场筹资，导致整个国家外债规模过大，与有限的外汇储备规模很不匹配。而且，由于冰岛货币远远没有美元的国际地位，无法通过印刷货币偿还债务。庞大的对外债务将会如同悬在头顶的利剑，随时威胁一国的金融稳定。因此，避免过度的负债，不论对居民、金融机构还是国家而言，都是极为重要的。

（四）未雨绸缪，避免在政治和对策上出现明显的失误

政府在危机应对中发挥极为重要的角色，应及早预谋，沉着应对，稳定公众信心，避免决策失误。冰岛对问题银行未采取有效的救助措施，而是仓促实施国有化，削弱了本国的主权评级；同时，还因为不当言论引发外交争端，损及国际环境的稳定；提前透露不确定的信息，极大动摇了公众的市场信心；仓促实施固定汇率制度，旋即又放弃，高估了自身的控制能力；仓促降息，随后又不得不应IMF的要求大幅升息，大大伤及央行的信誉。这些教训值得总结和深思。■

参考文献

- [1] Nordic Statistical Yearbook 2008. www.norden.org
- [2] Financial Stability Report 2008. the Central Bank of Iceland, www.sedlabanki.is
- [3] Bank Systemic Risk Report. Fitch Ratings, www.fitchratings.com

关键词：冰岛；金融危机；金融监管
Keywords: Iceland, financial crisis, financial regulation