

欧洲主权债务问题：演进、原因、影响与启示

郑联盛

（中国社会科学院研究生院博士生
长策智库全球宏观经济政策项目特约研究员）

本报告是全球宏观经济政策（GMEP）的系列研究成果之一。GMEP 是长策智库的研究项目之一。GMEP 的宗旨是：立足中国的国家利益，依据中国的国际战略，及时深入的分析与中国有重大利益关系的问题和地区国别，为政府决策和企业经营服务。GMEP 的其他系列报告包括：《全球宏观经济快讯》、《GMEP 工作论文系列》等。本报告仅代表作者观点，不代表长策智库及作者所在单位的观点。未经 GMEP 授权，请勿发表、引用和传播。长策智库网站：www.changce.org。

欧洲主权债务问题：演进、原因、影响与启示¹

郑联盛

（中国社会科学院研究生院博士生

长策智库全球宏观经济政策项目特约研究员）

摘要：欧洲债务问题从冰岛危机开始，已经经历了大概三个阶段，即外向型、外来型和传统型三个不同层面的债务问题。收支结构失衡这一传统型债务问题在欧洲具有较强的普遍性。欧洲债务问题可能进一步深化，涉及更多的国家，但是引发金融危机第二波的可能性较小。欧洲债务问题短期内可能难以演化为崩溃式的主权债务危机，但欧洲债务问题将深刻影响金融市场、市场预期、欧盟发展和经济复苏，将是未来金融稳定性、全球经济复苏和欧盟一体化进程的一个重大不确定性。欧洲债务问题的爆发具有全球金融危机等外部性冲击，更有欧盟及欧元区内部经济结构不平衡、财政货币政策二元结构、财政纪律松散以及欧盟一体化制度缺陷等根本问题。欧盟需要制定短期、中期和长期的政策应对和制度改革。欧洲债务问题给中国很多启示，需警惕欧洲债务问题对出口和经济复苏的潜在影响，同时更应该摸清债务的真实水平，提防地方债务问题，加强政策应对和制度改革，以防范债务和财政风险。

关键词：欧洲债务 演进 影响 原因 启示 中国

2009 年底，国际三大评级机构先后调低希腊的主权信用评级，希腊债务问题爆发。随后，国际评级机构对葡萄牙、意大利、爱尔兰及西班牙等国（与希腊一起，被称为“PIIGS”）的主权信用评级提出警告或者负面评价，欧洲债务问题逐步显现。欧洲央行行长特里谢（Jean-Claude Trichet）在 2010 年达沃斯世界经济论坛上讲到，债务问题在发达经济体中具有“普遍性”，引发了全球对欧洲债务问题的广泛关注。2010 年 3 月 25 日评级机构调低葡萄牙的主权信用评级，欧元兑美元跌至 10 个月来新低，欧洲债务问题再次蔓延开来。尤其是近期国际社会对英国主权债务的担忧日益升级，债务风险不断累积。

欧洲债务问题从希腊一个国家逐步演化为若干个国家的问题，而且存在进一步深化的可能性，已经引发了全球对整个欧洲的担忧，同时也警醒了许多负债较重的其他经济体。欧洲债务问题暴露了欧洲一体化进程中的某些制度性缺陷，如果不能实行及时而恰当的政策和改革加以应对，债务问题可能深刻地影响欧盟和欧元区的未来发展轨迹。

一、欧洲债务问题的演进

自从欧洲一体化取得实质进展之后，尤其是欧元区正式运作以来，欧盟对成员国的财政

¹ 作者感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员的建议。感谢长策智库支持。文责自负。

赤字和公共债务水平都有较为严格的规定。最主要的是《欧盟稳定与增长公约》规定，欧盟成员国财政赤字占当期 GDP 的比例不得超过 3%，公共债务总额占 GDP 的比例不得超过 60%。该公约指出，成员国财政赤字不能超过的 GDP 的 3%，否则该成员国就会被惩罚（按超出部分的一定比例向欧盟交纳保证金，最高罚金为其 GDP 的 0.5%，如果还无法改善其财政状况，保证金将被欧盟没收²。

但是，2004 年部分欧盟国家开始跨越这两条红线。2005 年初，出于欧盟“团结”和促进就业增长的考虑，欧盟同意其成员国财政赤字可以“暂时”超过 3%。但是，其后欧盟成员国的财政纪律实际上就进一步放松，欧盟整体债务水平的 GDP 占比也持续高于 60%，欧洲债务问题埋下“恶”的种子。在大萧条以来最严重金融危机的冲击下，欧洲债务问题开始显现实化，部分国家出现债务危机。

欧洲债务问题可追溯至 2008 年 10 月的冰岛危机，其后不断深化、演进和升级，目前已成为欧洲地区的“普遍性”问题。截至 2010 年 3 月底，冰岛、中东欧诸国和希腊、葡萄牙、西班牙、意大利和英国等先后出现了债务问题或债务压力不断累积。欧盟 27 个成员国中有 20 国财政赤字 GDP 占比超过 3%的安全警戒线。财政赤字和公共债务在欧洲已经成为一个普遍的问题，由于欧洲国家的一部分债务被外国投资者持有，欧洲债务问题又引起了全球金融市场的恐慌。

欧洲债务问题的第一阶段是发端于北欧小国冰岛的“外向型”债务危机。2008 年 10 月，在全球过度扩张的冰岛金融业（资产规模为 GDP 的 9 倍多³）陷入困境。三大银行资不抵债，被冰岛政府接管，银行债务升级为主权债务。根据美联社的数据，当时冰岛政府外债规模高达 800 亿美元，为其 2007 年 GDP 的 400%左右，人均负债 25 万美元；金融业外债更是高达 1383 亿美元（AP, 2008）⁴。从技术上讲，冰岛已经破产。冰岛为了应对危机，采取了较为严厉的紧缩政策，被迫放弃固定汇率制度，至 2008 年 11 月底冰岛克朗兑欧元大幅贬值超过 70%⁵。2009 年，冰岛陷入严重衰退，GDP 预计同比下降超过 8%⁶。

欧洲债务问题的第二个阶段是中东欧国家“外来型”债务问题。2009 年初，国际评级机构穆迪调低了乌克兰的评级，并认为东欧的形势在不断恶化，这触发了中东欧国家的债务问题。国际货币基金组织警告，中东欧经济规模远超过冰岛，其债务问题存在引发金融危机“第二波”的风险⁷。2000 年后，绝大多数中东欧国家的商业银行被以西欧银行为主的外资控制，2008 年底外资占比在 54%—97%。中东欧拥有约 1.7 万亿美元的外汇债务，而且三分之二贷款为外币贷款⁸。中东欧国家应对危机主要依靠外部的援助，国际货币基金组织、世界银行以及欧盟等提供了支持，使得中东欧的局势有所缓和，并在 2009 年实现了初步复苏。

第三个阶段是希腊、西班牙和葡萄牙等国的“传统型”债务问题。2009 年 5 月希腊就遇到了债务问题，欧盟强力声援后，局势得到一定的缓解。但是半年后希腊财政赤字并未改

² EU: Stability and Growth Pact, http://europa.eu/scadplus/glossary/stability_growth_pact_en.htm

³ 大公国际：《冰岛金融危机前后的政府政策及其影响》，2008 年 11 月。

⁴ AP: What caused Iceland's Bankruptcy, October 7 2008.

⁵ Finance.yahoo.com

⁶ IMF: World Economic Outlook, Jan 26 2010.

⁷ IMF: IMF Helping Counter Crisis Fallout in Emerging Europe, Jan 2009.

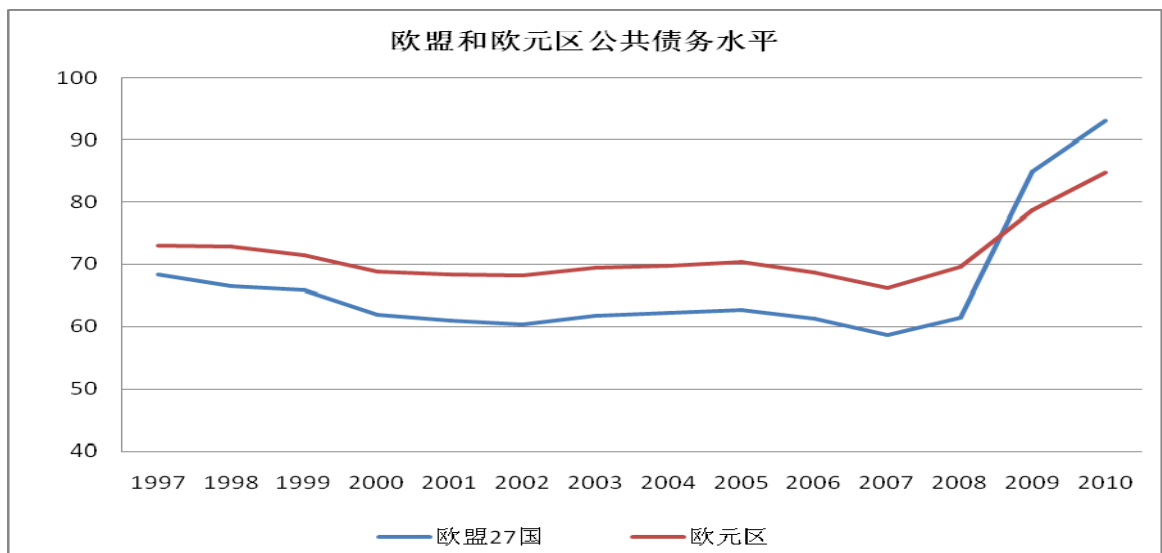
⁸ Jen, Stephen:

<http://forum.prisonplanet.com/index.php?PHPSESSID=631397be3d8dbb928235381f88433792&to pic=86741.msg500155> \ "msg500155, Morgan Stanley, Feb 15 2009.

善，其财政赤字 GDP 占比升至 12.7%，公共债务 GDP 占比高达 113%⁹，国际评级机构惠誉将其主权信用评级调低，希腊债务问题爆发了。与冰岛和中东欧不一样的是，希腊的债务问题是传统的收支结构问题，意大利、西班牙、葡萄牙等也出现了传统型债务问题。

传统型债务问题在欧洲具有长期性和普遍性。按照欧盟《稳定与增长公约》的规定，欧盟成员国的公共债务占 GDP 的比例不得超过 60%，财政赤字占 GDP 的比例不得超过 3%。但是，金融危机爆发之后，欧盟国家普遍超过了这两个警戒线。欧盟各国财政赤字 GDP 占比均值从 2008 年底不足 3% 飙升至 7%，公共债务 GDP 占比从 65% 提升至 85%（详见图 1）。意大利 2009 年前三季度财政赤字 GDP 占比达到 5.2%，其公共债务 GDP 占比将超过 106%；欧盟财政最为稳健的德国预计 2009 年财政赤字 GDP 占比将为 3.2%，公共债务 GDP 占比将为 76.5%¹⁰。更严重的是，欧洲债务水平可能进一步提升，欧盟委员会的研究认为，到 2014 年，欧盟公共债务水平占 GDP 的比例将达到 100%¹¹。

图 1 欧盟和欧元区公共债务总额占 GDP 比重的变化趋势



资料来源：Eurostat¹²。其中 2010 年数据为预测值。

值得特别注意的是英国。从表面上看，英国的债务压力仍然是可控的，2008-2009 财年英国公共部门净债务为 6170 亿英镑，其 GDP 占比为 43.8%，财政赤字占比为 6.7%；但 2010 年 2 月份公共部门净债务占比已升至 60.3%¹³，两者均已超过欧盟《稳定与增长公约》规定的 60% 和 3% 的警戒线。英国 2010 年预算报告显示，2009-2010 财年英国公共部门净债务将高达 7766 亿英镑，占 GDP 的比例为 54.1%；当年财政赤字占比为 11.8%¹⁴。

图 2 主要发达国家 2009 年财政赤字 GDP 占比

⁹ 中国人民银行：《2009 年国际金融市场报告》，2010 年。

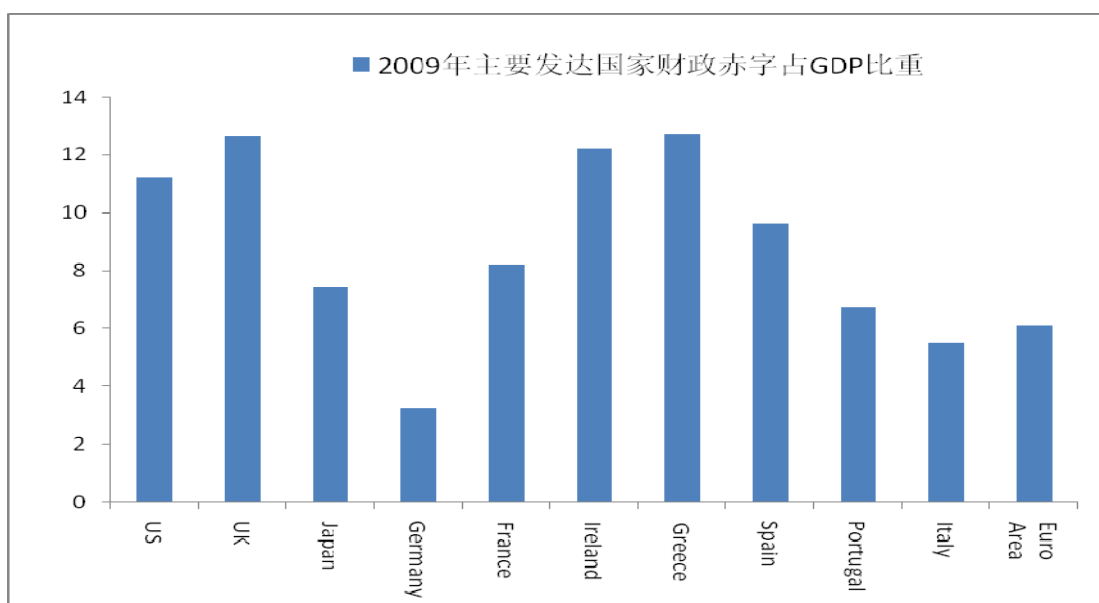
¹⁰ Fiorito, Riccardo: Sovereign debts and the Euro: Some Number Behind. Working paper577, <http://ideas.repec.org/s/usi/wpaper.html>, Italy, March 2010.

¹¹ European Commission: Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, *European Economy*, 7, 2009.

¹² Eurostat: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

¹³ HM Treasury: Budget 2010: Securing the recovery, March 2010.

¹⁴ 同上



资料来源：OECD¹⁵

对于欧洲债务问题的未来，最为关注的问题是欧洲债务问题是否会演化为欧洲债务危机。我们的基本判断是，希腊债务问题的系统性逐步升级，欧洲债务问题存在进一步恶化的风险，给全球经济复苏和国际金融稳定带来实质性的冲击，但可能不会造成类似“金融海啸”的崩溃式危机。

希腊债务问题的系统性冲击逐渐升级。希腊的GDP总量仅为欧元区经济总量2.6%左右，仅为英国GDP的1/7左右，虽然希腊不是欧元区和欧盟具有系统重要性的经济体，但是其债务问题的冲击已经在市场信心明显表现出来，5月6日美国道琼斯指数盘中跌幅超9%，当周跌幅几乎消蚀道指2010年以来的涨幅。二是希腊虽然具有一定的融资能力，但是财政紧缩计划困难重重。3月底希腊成功发行50亿欧元国债之后，4月13日又发债成功融资12亿欧元。如果付出较高的收益率，希腊理应还可以再融资。当然希腊融资压力较大，2010年希腊需要融资的总规模超过500亿欧元。5月初，欧盟和国际货币基金组织与希腊达成了总额为1100亿欧元的国际救援计划。作为国际救援计划的条件，希腊必须实行总额为240亿欧元的财政紧缩计划。但是，希腊强大的工会发动了大规模罢工和游行示威，使得希腊经济增长和财政紧缩的前景堪忧。最后，欧洲经济体的经济增长不确定性增大。虽然IMF预计，欧盟2010年将增长1%，比上期预测上调0.3个百分点¹⁶，但是由于财政紧缩政策的实行，使得大部分经济体的经济刺激力度下降，经济复苏步伐可能放缓。

同时，欧洲债务问题有进一步深化和恶化的可能性。由于冰岛、中东欧、希腊、爱尔兰等经济规模相对较小，在欧盟内部的权重较低，但是目前意大利、西班牙、葡萄牙、比利时等国家的债务状况不容乐观。在希腊评级被降为垃圾级之后，经济规模占欧元区15%以上的西班牙主权信用评级遭降级，导致国际社会对欧洲债务问题的进一步担忧。欧盟27个成员国中有20国财政赤字GDP占比超过3%的安全警戒线。尤其是，如果英国财政状况没有改善，那英国的主权信用评级将承受更大的压力。如果这些国家没有恰当的政策应对机制和措施，债务问题可能蔓延开来，导致欧洲债务问题进一步恶化，这将带来更大的负面冲击。

¹⁵ OECD: http://www.oecd.org/statsportal/0,3352,en_2825_293564_1_1_1_1_1,00.html.

¹⁶ IMF: World Economic Outlook, Jan 26 2010.

从全球范围看，欧洲债务问题美国金融危机深化和欧洲内部失衡的结果，同时也引发了全球对英国、日本和美国债务状况的担忧，可能引发全球经济复苏和国际金融稳定新的不确定性。其一，欧盟应对金融危机和财政问题的经验和能力不断提高，德国、法国等财政状况相对较好，欧盟仍有较为充足的资源和能力应对债务问题，但是市场预期的变化远远快于欧盟和国际社会的行动的速度，政策的及时性可能难以保障；其二，虽然欧盟德法等大国全部发生债务危机的可能性不大，部分国家已经出台应对政策加以控制，但是西班牙主权信用被降级，对市场预期带来实质性的冲击，如果英国再遭遇评级降低，那欧洲债务问题可能再次升级，甚至引发动荡；其三，由于日本和美国的债务水平创二战以来新高，而且短期内可能难以有效降低财政赤字和债务水平，国际投资者由欧洲债务问题将重新审视美国和日本的主权信用，可能引发新的债务担忧。

二、欧洲债务问题的原因分析

在应对大萧条以来最为严重的金融危机中，全球主要经济体纷纷采取扩张性财政政策，财政赤字水平提高是一个必然趋势。但是，欧洲债务问题的普遍性和严重性均超出其他地区，其根源值得思考。

从全球的视角出发，全球金融危机是欧洲债务问题的外部诱因。我们可以从资本负债表和财政收支两个方面来分析这个问题。一方面，欧洲部分金融行业较为发达的经济体中，金融资产在其资产负债表中的比重较大，比如 2008 年初冰岛的银行业资产是其 GDP 的 9 倍。¹⁷ 美国金融危机直接重创冰岛和中东欧的资产负债表，冰岛资不抵债、中东欧外债压力巨大，都源自其资产的严重缩水。

另一方面，各个经济为了应对金融危机，扩大财政支出是必然的选择，金融危机直接扩大欧洲经济体的财政赤字和公共债务规模。由于 2004 年以来，欧盟部分国家已经触及了欧盟增长与稳定公约关于财政赤字的规定，金融危机冲击实体经济之后，欧盟成员国积极的财政政策必然进一步扩大财政赤字的规模，直至公共债务水平引发信用评级的担忧，进而产生债务问题。欧盟各国财政赤字占 GDP 比例的均值从 2008 年底不足 3% 飙升至 2009 年底的 7%，同期公共债务 GDP 占比从 65% 提升至 85%¹⁸。

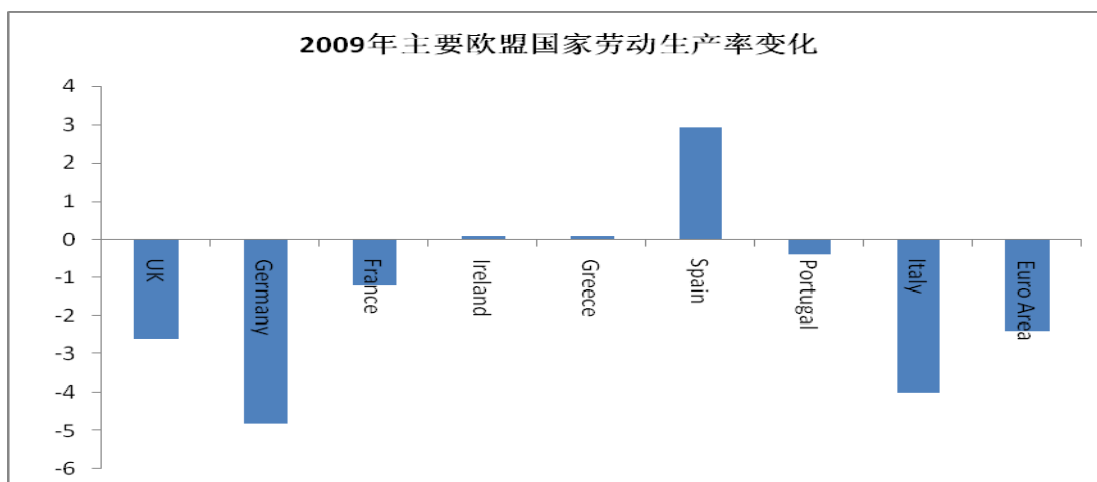
欧盟内部经济结构不均衡是债务问题的结构性因素。由于欧盟内部经济体经济周期、生产效率和全球竞争力存在巨大差异，各政府面临收入降低和支出增加的双重困境，只能选择扩大财政赤字以应对经济和社会问题。欧洲中央银行一项关于欧元区财政可持续性的研究中指出，人口老龄化是欧元区财政状况可持续的重大风险，而在欧元区内部，各国的人口结构是存在差异的，而且针对人口的福利政策也是有差别的，这将导致欧元区各国对人口问题的财政应对是不一致的¹⁹。

图 4 2009 年主要欧盟国家劳动生产率变化程度

¹⁷大公国际：《冰岛金融危机前后的政府政策及其影响》，2008 年 11 月。

¹⁸ 原始数据来自 Eurostat（欧盟统计局），均值为作者计算。

¹⁹ European Central Bank: Fiscal sustainability and policy implications for the Euro area, working paper No.994, January 2009.



资料来源：OECD

部分国家财政状况持续较差、财政纪律长期松弛。目前，以“PIIGS”为代表的欧洲债务问题是传统财政收支问题，这说明欧盟成员国的财政审慎性具有缺陷，欧盟需要加强财政纪律的改革。这一缺陷之前实际上是有防火墙的，就是欧盟《稳定与增长公约》关于成员国财政赤字不能超过 3% 的规定，否则成员国会被惩罚。但是，2005 年初，欧盟同意其成员国财政赤字可以“暂时”超过 3%。希腊和东欧国家的债务问题是一个长期的问题。希腊在上世纪末以来财政状况一直处于较差的状态。为了能加入欧元区，希腊提供了虚假的财政数据，1998 年财政赤字占 GDP 为 4.1%，而报告仅为 2.5%；1999 年赤字占比是 3.4%，而报告仅为 1.8%²⁰。美国高盛公司由于替希腊发行债券中存在隐瞒希腊真实债务水平而遭美国法院的调查。

更值得注意的是，欧元区财政政策与货币政策“二元结构矛盾”是制度性根源。在欧元区内部实行统一的货币政策，而各成员国实行自主的财政政策。为降低货币政策带来的经济波动并促进增长与就业，各成员都具有扩大财政支出的倾向，这是欧元区公共债务居高不下的主要原因。财政政策和货币政策的政策效果在经济周期不同阶段具有差异性，在经济衰退和萧条阶段，财政政策的效果一般更加明显。在应对经济波动中，与其他国家相比，欧元区的货币政策需要谈判协调，其政策的时效性较差。而且欧洲央行的政策框架主要来自德国央行，即通胀目标制²¹。为了增强政策效果和提高政策的及时性，欧元区成员国就发挥财政政策的主动权，扩大财政支出促进经济增长和就业。这相当于是欧元区各成员国的货币政策“一条腿”被绑在一起，而财政政策“另一条腿”自行前进，最后造成“一条腿走路”的困境，其中的一个结果就是公共支出过度膨胀，赤字大幅上升，进而出现债务累积和主权信用问题。

最后，欧洲债务问题暴露了欧洲一体化的制度缺陷。拉赫曼（Rachman）认为，希腊危机及欧洲债务问题暴露的是过去 60 年来欧洲一体化进程的基础问题。欧洲一体化不仅是要建立一个单一市场，更是要建立一个政治联盟。而欧元则是通向政治联盟的一个重要步骤，甚至是决定性的进展²²。

²⁰ Eurostat

²¹ Wolf, Martin: Why Germany cannot be a model for eurozone, *Financial Times*, March 31 2010.

²² Rachman, Gideon: Greece threatens more than the euro, *Financial Times*, 22nd February 2010.

但是，欧元计划的根本问题是野心太大²³。20世纪90年代，在未建立政治联盟的情况下成立货币联盟的困难曾引起热烈讨论，但这些困难随后却完全被忽视采用单一货币的风险或许是可控的。创立欧元的目的，原本是为了结束因汇率变动可能对单一市场参与国造成不利而引发的矛盾。当时认为，消除这些令人困扰的汇率变动，就会消除各方之间不和的深层根源。但事实上欧元区内部汇率信息的缺失，导致各方并没有对竞争力差异的显著拉大感到不安。在这个难以废止的货币联盟中，南部成员国本应加强财政纪律，北部成员国则应被鼓励稍稍放松一些，而实际情况正好相反²⁴。

欧元创始人之一奥特马尔·伊辛（Otmar Issing）曾说过，欧元的设计宗旨就是成为一个货币联盟，而非政治联盟。“在尚未建立一个政治联盟的情况下就创立货币联盟，是一种本末倒置的行为”。因为完善的货币要求央行和财政部两者兼备。财政部不必用来在日常基础上向公民征收税款，但必须能够在危急时刻发挥作用。当金融体系面临崩盘危险时，央行能够提供流动性，但只有财政部才能处理偿付能力问题²⁵。拉赫曼认为，在欧洲一体化的进程中，必须创设共同的欧洲税收机制，建立欧盟成员国之间大宗财政转移的机制，但是现实根本不存在。欧元所要求的那种政治一体化，在非常基本的层面上影响到普通民众，因为其中涉及到了税收和支出等重大抉择。欧盟大部分民众对于本国的归属感仍远远强于欧盟。各成员国在相互支援方面的意愿较低，最后的结果是欧元区实力较弱的成员国能会“被抛弃”。这个结果的负面影响将超出欧洲货币联盟，欧盟也将遭遇一场信任危机，欧盟获得的所有权力都可能面临质疑²⁶。

实际上，欧盟的制度性缺陷还体现在欧元区。欧元区作为最优货币区理论的一大实践，成为国际经济学领域中政策实践的壮举。但是，最优货币区是建立生产要素流动性准则的基础之上的，即生产要素在区域内的流动可以替代汇率弹性对国际收支的条件作用，从而稳定区域内的就业水平和物价水平，为此要素流动性是最优货币区的基础性条件²⁷。最优货币区及固定汇率制度需要考虑的主要指标包括经济开放程度、经济发展水平、进出口贸易的商品结构和地域分布、金融市场深度、广度及其与国际金融市场的一体程度以及通货膨胀率²⁸。但是，不管是从要素自由流动还是其他指标看，欧元区扩张之后其成员国经济周期、经济结构和宏观经济指标差异较大，生产要素尚未能全部自由流动，尤其是劳动力，因此就造成了货币区内成员国资源无法实现最优配置。这更是欧元区和欧盟出现经济结构和政策取向难以趋同的重大原因。

三、欧洲债务问题的影响

希腊、西班牙、葡萄牙等国家的债务问题“已经不是一个国家的问题，而是整个欧洲的问题”，甚至是全球性问题。达沃斯2010年度世界经济论坛就认为，下一次危机最有可能就是主权债务危机，债务问题已经成为全球的重要关注。虽然，欧洲债务问题短期内可能难

²³ Taylor, Martin: A pseudo solution to the central failing of a currency, *Financial Times*, March 29 2010.

²⁴ 同上

²⁵ Issing, Otmar: Europe cannot afford to rescue Greece, *Financial Times*, February 15 2010.

²⁶ 同 20

²⁷ Mundell, Robert A: A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 1961, p657-665.

²⁸ Mundell, Robert A: The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Quarterly Journal of Economics*, May 1960, 74, p227-57

以演化为主权债务危机，但是，欧洲债务问题将深刻影响金融市场、市场预期和经济复苏，将是未来全球经济的一大重大不确定性。

欧洲债务问题最直接的影响是相关经济体将面临政策两难。一方面，全球经济复苏基础不牢固，各个经济体的增长趋势刚刚确立，还需要持续的经济刺激政策来维系经济增长和就业；另一方面，由于财政赤字问题日益严峻，债务负担大幅增加，如果持续扩大财政支出，债务问题将更加严重，极大地影响各个经济体的信用和融资。过度宽松的财政和货币政策相当于政府把本来分散在各个经济主体（如金融机构）的风险集中了政府一身，把分散的资产负债表风险上升为集中的政府主权资产负债风险，直接的结果是公共债务水平及其融资成本的提高。其中，希腊和匈牙利等国家的10年期国债收益率都已升至7%以上。很多经济体就面临着政策持续与政策退出、政策刺激与衍生风险、经济增长与金融稳定等目标之间的抉择。

另外一个重要方面，全球经济复苏将放缓脚步。欧洲债务问题可能潜在地影响全球主要经济体的经济刺激政策的退出。此前，受益于金融市场反弹和新兴经济体的快速增长，全球经济实现了缓慢复苏，政策界和学术界开始热烈讨论经济刺激政策的潜在风险以及退出策略和时机。债务危机再次显示，经济刺激政策退出和时机可能需要斟酌。IMF 预计，欧盟2010年可能同比增长1%²⁹，略好于市场预期。但是，只要欧盟各个经济体的经济走势大相径庭而且财政协调机制无效，那么债务问题很难短期内就能解决，欧洲经济可能就难以真正复苏，呈现震荡格局甚至震荡下行都是有可能的。更值得注意的是，公共债务利率迅速提升，欧洲面临政策两难，将对金融机构和经济复苏产生不利冲击，这意味着欧洲国家的复苏将是一个长期而曲折的过程。日本、美国等政府也面临持续的政策两难问题，尤其日本经济复苏前景十分暗淡，全球复苏的步伐难以加速，甚至会放缓。

欧洲债务问题将使得金融市场动荡加剧，资本流动更加扑朔迷离。一方面，债务问题将影响市场预期进而放大市场波动幅度，股票市场的波动性将扩大，主要货币的汇率波动将加大，大宗商品和原油价格将更加不确定。另一方面，国际资本流动将更加紊乱。国际资本频繁在发达经济体和新兴经济体之间来回流动，导致了全球资本流动的无序性，加剧了全球市场的波动，尤其新兴市场受到的影响将更大。迪拜房地产泡沫破灭就是国际资本流动一波三折的结果。

图3 欧元汇率大幅走跌



资料来源:Finance yahoo.com

²⁹ IMF: World Economic Outlook, Jan 26 2010.

欧洲债务问题深刻影响欧元区和欧盟发展。债务问题可能影响欧盟的整体性。经过多次扩张，欧盟已经成为一个具有 27 个成员国的全球第一大经济体。但是，欧盟内部成员国之间，经济结构的差异性是非常之大的，欧盟的货币政策虽然是统一的，但是政策的效果却是不平衡的。如果欧洲债务问题继续深化，即便是欧盟采取统一的措施，但可能有部分成员国难以承受巨大的压力而被迫退出欧盟，这将造成欧盟的分裂，这是最坏的直接结果。当然，如果部分成员国被迫退出欧盟，从而使得欧盟建立起成员国的动态退出机制，对欧盟未来的健康发展反而可能是一大制度性贡献。另外一种可能是，欧盟要求各成员国统一行动，实行统一的救援政策，但实际上现在有能力有资源的国家只有德国等少数几个大国，统一的救援将造成这些承担救援责任的大国利益上的损失，比如让德国救援希腊，德国未必愿意。这就造成了欧洲内部的隐性“分裂”。不管是哪种情况出现，欧盟的整体性都可能受到一定的影响。目前的债务问题，受到威胁的不只是欧元，还有欧盟的总体框架。如果在应对希腊危机是不力的，那欧盟一体化就会倒退，一体化进程甚至可能分崩离析。

欧洲债务问题可能影响欧元区的统一货币政策框架。欧元区各成员国实行同一货币制度，具有统一的货币政策。在欧洲债务问题出现之后，欧盟统一货币政策与成员国差异化的财政政策的二元矛盾受到较大的质疑。由于各个国家经济周期、经济结构和发展阶段等都是存在差异的，一些研究认为在欧盟一体化进程中，统一货币政策需要保持一定的弹性，并考虑成员国的个体差异，同时必须加强财政政策的协调性，从而提高财政政策与货币政策的政策意图趋同性以及货币政策的普遍适用性（Wolf, 2010）³⁰。比如，以德国货币政策框架建立的欧洲央行是以通货膨胀目标制度作为政策制定框架的，但可以适当提高就业、出口、经济增长等宏观政策目标在政策制定中的权重。在这个过程中，相对统一的货币政策框架，可能会出现目标多元化倾向，从而会导致政策框架统一性受到一定的影响。随着债务问题的发展，欧元区的政策整体性和统一性可能受到一定的冲击，这并非是说一定有国家会退出，但其内部分化的趋势可能被强化。

最后，欧洲债务问题将影响全球经济格局。作为区域一体化的成功典型，欧盟仍然存在重大的制度缺陷和合作机制问题，成员国内部的失衡和负面冲击传递效应仍十分明显，倘若欧盟出现成员退出，将深刻影响区域一体化进程和国际政治经济格局。

四、债务问题的救援和改革

欧洲债务问题已经成为欧盟的普遍性问题，如果任其发展和恶化，最后存在引发欧洲债务危机的可能性。根据目前的判断，引发债务危机的可能性不大，欧盟不可能也不允许让希腊债务危机大范围扩散，甚至引发欧洲债务危机。因为如果风险（包括违约）蔓延至其它易受冲击的国家，以及由于欧洲银行大量持有周边国家债务，就会导致欧元区区内爆。国际清算银行的数据显示，希腊、葡萄牙和西班牙 90%的外债（包括公司债和主权债）是由以德国和法国为主的其它欧洲国家银行持有的³¹。鉴于违约可能那个引发系统性风险，欧元区和欧盟不会让希腊和其他成员国出现违约的情况，即欧元区和欧盟存在必然的隐性救援。值得注意的是，欧元区的隐性纾困担保虽然无可避免，但在财政领域形成了道德风险，而这正是欧洲央行应该通过加快实施退出策略来极力抵御的。欧元区和欧盟必须足够警惕，采取相关的政策措施，防范于未然，而且欧洲针对债务问题的改革必须是深刻，希腊和欧洲债务问题的解

³⁰ Wolf, Martin: Why Germany cannot be a model for eurozone, *Financial Times*, March 31 2010.

³¹ BIS: Quarterly Review, March 2010.

决和后续改革必定是一个痛苦的过程³²。

一是相关各国应该制定预案，防范债务问题进一步恶化。一方面，需要筹集必要的资金，缓解到期债务的压力，减轻对国家资产负债表的压力。欧盟必须建立相应的危机应对和融资机制，以为成员国的债务问题应对和风险防范提供平台³³。另一方面，需要制定并实施赤字削减计划，是财政赤字和债务水平尽快下降。

二是欧盟应该在应对债务问题中发挥主导作用。欧洲债务问题的普遍性反映了欧洲财政框架的脆弱性和不可持续性，欧洲应该采取相应的共同但有区别的救援措施，在欧盟层面需要共同行动，但针对各个成员国不同的经济和财政状况制定不同的可能的救援措施。虽然，皮萨尼-费里和萨丕尔（Pisani-Ferry and Sapir）认为，希腊最优的选择是向 IMF 求助³⁴，但欧盟可能更希望将希腊债务问题放在欧盟的政策框架下解决，为此 IMF 的职能可能是有限的³⁵。

三是欧盟需要强化其财政纪律。欧盟及其成员国的财政审慎性具有缺陷，欧盟需要加强财政纪律的改革。一是欧盟要对成员国的真实债务水平进行一次全面而深入的核查，真正掌握各成员国的真正负债水平。二是需要强化《稳定与增长公约》关于财政赤字和债务水平的约束机制和惩罚机制。三是建立健全欧盟成员国的赤字和债务水平的监控机制。

欧洲议会中具有重大影响力的社会党甚至提出了一个系统的应对体系，在短期、中期和长期的视角中做出不同的政策安排³⁶。一是在欧洲层面建立一个及时性应对机制，“紧急信贷机制”，为希腊及其他可能出现债务问题的经济体提供融资平台。二是在中期层面，必须在欧元区和欧盟内部建立一个危机应急长效机制，建立一个欧洲金融稳定机制。三是在长期中，将欧洲金融稳定机制逐步深化为长期机制，以强化对欧洲经济金融事务的管理。

但是，索罗斯（Soros）认为，捍卫欧元区整体的金融稳定性并非是一件容易的事情，因为欧元区和欧盟尚未找到解决金融稳定性的有效机制，因为目前欧元区和欧盟的机构安排中并没有这种机制³⁷。弗格森（Ferguson）也指出，由于欧洲货币联盟（EMU）的架构设计，欧盟、欧元区其它成员国或欧洲央行为希腊政府纾困的机制实际并不存在，连让希腊脱离欧元区的机制都不存在³⁸。为此，欧盟的当务之急是建立一个纾困机制。

上述的讨论主要体现在危机应对方面，实际上欧洲更重要的任务是强化其制度性改革，从体制上削减债务危机爆发的可能性。欧盟最重要的是改变其货币政策与财政政策的制度性矛盾，从根源上防止债务问题的进一步演进和再次普遍爆发。自欧盟成立以来，欧元区货币政策由欧洲央行统一管理，而经济政策和财政政策交由各国政府分别管理。但由于各国经济结构不同，统一的货币政策根本无法适应各成员国的需要，财政政策成为区内各国可控的政策手段，这就造成财政政策和货币政策制度性矛盾的逐步累积。为此，欧盟在以后的政策

³² Chatham House: No Painless Solution to Greece's Debt Crisis, Programme Paper IE PP 2010/03.

³³ 同上

³⁴ Jean Pisani-Ferry and André Sapir: The best course for Greece is to call in the Fund, Bruegel, Feb, 2010.

³⁵ Davis, Bob and Marcus Walker: IMF Role in Greek Crisis is Limited, *Wall Street Journal*, Mar 1st 2010.

³⁶ PES: A Progressive Response to the Euro-zone sovereign debt crisis, 25th March 2010.

³⁷ Soros, George: The euro will face bigger tests than Greece, *Financial Times*, March 23 2010.

³⁸ Ferguson, Niall: As Greece goes, so goes America, *Financial Times*, 21st Feb. 2010.

制定中,尽量将财政自主性和货币统一性不协调性作为一个参考变量纳入到政策制定和执行的视野中。

最后,欧盟的制度性改革还体现在欧盟成员国接纳、监管和退出制度。欧盟在新世纪以来的扩张速度大大提高,在这个过程中又事实上降低了准入门槛。但是,欧盟的制度框架中却没有成员国的退出机制,迅猛扩容和退出机制的缺乏的直接结果就是成员国内部失衡加剧和内部政策协调的困难,为此欧盟应该会在成员预警机制和退出机制上做出安排。更重要的是,深化成员国接纳、监管和退出制度改革,有利于成员国在宏观经济政策、经济结构调整、区内贸易和金融发展等领域取得较为同步的发展,促进成员国之间的要素流动和资产配置,使得欧元区逐步走向一个真正的最优货币区。

五、欧洲债务问题的启示

从冰岛、中东欧再到欧洲整体,这充分反映了债务问题的普遍性和严重性。但是,从更广泛的视角看,欧洲债务问题具有内外两重因素。其外部因素仍然是美国金融危机,某种程度上说,欧洲债务问题是美国金融危机持续深化的结果。各国政府为应对金融危机大规模增加政府支出,这在欧洲造成了重大的财政问题。可以看出,全球金融危机的影响仍在深化,许多潜在风险可能尚未显现,随着危机继续深化,很多风险将会显现化,并对金融体系和全球经济带来一定冲击的负面影响,全球经济复苏的基础仍然不扎实。

欧洲债务问题还有欧洲自身的特色因素,即欧盟经济制度的错配。欧元区各成员国实行同一货币制度,具有统一的货币政策,但欧盟却没有统一的财政政策。而各个国家在应对金融危机的时候所处的经济周期、经济结构和发展阶段都是大相径庭的,欧盟难以实行统一的政策来应对危机,这样差异化政策又进一步恶化了与统一货币政策的矛盾性。已故著名经济学家弗里德曼就认为缺乏统一的货币政策基础是欧元区长期存在的根本性制约因素。

对于中国而言,中国远离欧洲债务危机现场,中期内也不可能发生主权债务危机,但是,债务问题应该引起中国的足够重视和警惕。其一,应该积极制定相关的政策措施,防止欧洲债务问题对中国的冲击,比如欧洲主权债券的直接风险,以及汇率风险、出口萎缩以及经济增长放缓等间接风险。同时,欧洲债务问题警示,全球金融危机的冲击远未结束,仍然处在深化的进程中,中国仍需要警惕与防范。

其二,应该在经济刺激和宏观稳定上取得一个有效的平衡。审慎的宏观经济政策是保持宏观经济稳定的基础,脱离实际的大规模投资和极度宽松的政策基础将隐藏巨大风险。中国应该根据自身国情制定经济刺激方案和相应的退出策略,防止政策的脉冲性调整,防止产能过度扩张、财政赤字过度膨胀、货币政策过度宽松。

其三,需要审慎配置外债的期限和币种结构。对于币种结构而言是针对外债的,人民币汇率兑美元在近期保持在较为稳定的水平,因此外债的汇率风险尚没有现象,而且中国的外债水平较低,截至 2009 年末,中国外债余额为 4286.47 亿美元,外债偿债率为 2.87%,债务率为 32.16%,两个指标都处在安全区间之内。从币种结构看,在 2009 年末的登记外债中,美元债务占 67.76%,日元债务占 11.89%,欧元债务占 6.38%,其他债务包括特别提款权、港币等,合计占比 13.97%。中国目前外债中的币种结构与外汇储备中的币种结构类似,偿还风险较小。从期限结构看,2009 年末,短期外债余额为 2592.59 亿美元,占外债余额的

60.48%³⁹，也处在安全区间。随着汇率机制改革的逐步深化，汇率风险、币种结构和期限结构等问题可能会有所显现，虽然风险较小，仍需要防范。

其四，全面审视中国的主权债务问题，引以为戒。中国政策是成功的。2009年财政赤字GDP占比低于3%，总债务占比低于20%，远低于国际警戒线60%，审慎性优于发达国家。但中国应从外汇储备、贸易结构、外债负担以及整体债务状况等方面更加全面的审视中国的债务问题。

中国首要的任务是要明确自身的债务水平。以2009年为例，中国政府公共债务占GDP的比重为18.2%⁴⁰，如果加上地方政府投融资平台贷款余额（作为地方债务）7.2万亿元⁴¹，那中国债务水平将提升至40%以上。如果再加上四大资产管理公司坏账资产、四大国有银行不良资产、养老金账户空账以及高校债务等隐性负债，中国的真实负债水平为59%⁴²。雷因哈特和罗格夫（Reinhart and Rogoff）在分析全球70个国家的历史经验后指出，公共债务增长加速和隐性债务的大范围出现一般都是主权债务问题的“明显和自然”的前奏⁴³。

中国地方债务问题应该引起高度重视。地方政府债务水平较高是“公开的秘密”。由于地方政府收入来源有限且不稳定，在医疗和教育方面又要加大开支，地方政府的财政赤字压力持续扩大。但是，目前学术界对地方债务水平存在较大分歧。贾康研究认为，截至2009年4月，地方债务总余额在4万亿元以上⁴⁴。中金公司研究报告指出，2009年末地方政府融资平台贷款余额（除票据外）约为7.2万亿元⁴⁵，其中2009年新增额为3万亿元。预计2010年和2011年后续贷款约为2-3万亿元，到2011年末将达到10万亿元左右。10万亿元地方政府负债约占中国2009年GDP的三分之一、相当于国家外汇储备的70%⁴⁶。贾康和中金公司的研究结论较为相近。而维克多（Victor）研究指出，截至2009年底，中国地方政府债务规模为11.4万亿元，并且倾向于认为，这个估计值与实际债务规模相比仍然可能低估了20-30%。2010-11年，地方债务可能进一步升高至24.2万亿元。他认为，如果中央政府不尽快从宏观上收紧信贷，那么很多地方政府将无法清偿债务⁴⁷。

最后，中国还应该关注临时性负债。随着经济刺激政策的逐步退出，“谁在裸泳”将大白天下，政府应该防范具有系统重要性的部门和机构出现重大的坏账，比如大型国有企业和金融机构的不良资产。

³⁹国家外汇管理局：《2009年我国外债基本情况》，2010年4月6日。

⁴⁰ CEIC Database

⁴¹ 中国人民银行：2009年货币政策执行报告。详见人民银行网站：www.pbc.gov.cn。

⁴² Anthony Chan: China's Hidden Domestic Public Debt: Some Perspective on the Risks It Poses, Alliance Asian Economic Perspectives, March 2010.

⁴³ Reinhart, Carmen M and Kenneth S. Rogoff: From Financial Crash to Debt Crisis, NBER working paper 15795. March 2010.

⁴⁴ 贾康：《聚焦地方债务》，《半月谈》，2009年第7期。

⁴⁵ 此数据中国人民银行在2009年货币政策执行报告中已经披露。

⁴⁶ 中金公司：《在发展中动态解决问题，地方政府融资平台贷款风险可控》。2010年3月11日。

⁴⁷ Victor, Shin: 中国地方政府的债务问题：规模测算与政策含义。2010年3月20日在北京大学的演讲。