

研究报告

第 2 期

上海欧洲学会

2011 年 9 月

文章概要：在德国财长沃尔夫冈·朔伊布勒关于不排除希腊国债违约，并让其有序退出欧元区的言论见诸于媒体后，市场上关于希腊主权债务违约无法避免的看法甚嚣尘上。在这样的背景下，国内媒体有关中国是否应该购买欧洲国家债券的看法也出现了逆转，关于不应该冒险继续购买欧洲国家债券的看法占据了上风。但是，本文作者认为，欧洲央行尚未出手，欧元区有能力、有手段避免违约和欧元垮台。

作者徐明棋教授，是上海欧洲学会副会长、上海社会科学院世界经济研究所副所长、欧洲研究中心主任。

拯欧债于水火还有什么“牌”

徐明棋

引言

最近，市场热炒希腊能否在国际货币基金组织和欧盟财政开支的审查中顺利过关并如期获得第六期贷款这个话题，这导致希腊国债收益率大幅飙升至 100% 以上。加上西班牙、葡萄牙、爱尔兰和意大利等国的主权信用相继被下调，欧洲主权债务危机又成为人们十分关注的热点问题。在德国财长沃尔夫冈·朔伊布勒关于不排除希腊国债违约，并让其有序退出欧元区的言论见诸于媒体后，市场上关于希腊主权债务违约无法避免的看法甚嚣尘上。在这样的背景下，国内媒体有关中国是否应该购买欧洲国家债券的看法也出现了逆转，关于不应该冒险继续购买欧洲国家债券的看法占据了上风。

欧元崛起——德国是最大受益者

欧元区债务危机的根源是希腊等国家的财政赤字过高，公共债务规模过大，不仅超过了欧盟《稳定增长公约》规定的上限，而且也超过了市场普遍预期的可持续水平。在这样的背景下，当国际评级机构下调负债率高的欧元区国家主权信用级别后，市场上爆发了抛售这些国家债券的风潮，导致这些国家债券违约互换（CDS）价格上升，债券价格下跌。如果这些国家有集中到期的债券要偿付，这些国家就会陷入困境，因为此时发行新的债券成本就会很高，令其无法承担。于是，官方的救助资金此时就十分关键，国际货币基金组织和欧盟的解救是决定希腊以及其他负债率高的国家会否违约的关键因素。但是，官方的解救资金是有条件的，国际货币基金组织历来要求受援国必须紧缩财政，在尽可能的短期内恢复偿债能力；而欧盟的出资国为了缓解国内民众的压力，也提出要这些国家迅速减少财政赤字的条件。当发现希腊未能按照计划紧缩财政并减少赤字时，救助方暂停发放解救资金，甚至放话让希腊违约，退出欧元区，应该在意料之中，其目的显然是压希腊政府顶住国内压力继续按计划实施紧缩财政措施。

那么，欧盟主要核心国家，尤其是德国是否真的为了摆脱负担，愿意让希腊违约并退出欧元区呢？这是要冒以下风险的：产生多米诺骨牌效应，甚至导致欧元区垮台。根据笔者的判断，这种可能性并不大。因为欧元区运作的最大获益者并不是这些受救助的国家，而是德国。自从欧元诞生，德国对欧洲市场的出口从此摆脱了德国马克对其他欧洲国家货币不断升值的不利影响，使得德国的商品出口增长强劲，即使在遭受严重金融危机冲击后也能够迅速恢复，并引领了德国经济的强劲复苏。德国现在为了欧元区的共同利益，提供低利率的贷款给希腊等受危机冲击的国家，既是救别人，也是在救自己。德国的

普通民众不了解这一因果关系，德国的学者和政府官员不可能不明白。但是从国内选举政治需要和争取民意考量的角度看，政治家讲些狠话不足为奇。即使某些政治家真有这样的想法，也难以成为真正的政策选择。

财政援助——法德陷窘境难遂愿

当然，欧元区面临的债务危机困境仅仅靠德国法国等国家的财政援助来解决，将困难重重。根据初步测算，如果希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰再加上意大利都需要救助，所需要筹措的资金规模将高达2万亿欧元，最起码也需要1.5万亿欧元。德国和法国本身财政状况也很窘迫，需要进一步紧缩才能使财政赤字维持在《稳定增长公约》规定的3%之内，现在要他们通过财政途径来筹措救助资金，既面临各种政治阻碍，也存在着经济上的障碍。

目前欧盟正在通过不断的内部磋商，试图在两个方面来解决债务危机。一方面，在欧元区进一步加强财政纪律，削减政府开支，在2013年将财政赤字降低至占GDP的3%；甚至提出建立经济政府的建议，用统一的财政政策与统一的货币政策相匹配。另一方面，则试图扩大4400亿欧元的金融稳定基金，增强金融稳定基金救助的灵活性，同时也在探讨发行欧元区统一债券的可能性。

依笔者之见，这两方面的目标要顺利实现难度不小。即便能够最终实现，也需要时日，远水难解近渴。原因在于第一，财政赤字已经成为现代国家的经济发展模式，财政不仅承担着提供公共产品、通过再分配保障收入分配公平的职能，还承担着刺激经济增长，调节经济运行的功能。因此赤字已经成为常态，减少财政赤字需要有强劲的经济增长基础并需要改革整个社会福利制度，这些条件在欧元区显然不存在。第二，即便欧洲金融稳定基金扩大，甚至欧元区最后能够达成妥协发行统一债券，这种债券如果没有相应的资产担保也不能保证获

得 AAA 级的信用级别，无法以最低的代价在市场融资。如果共同债券的成本本身较高，那么又怎么能够帮助成员国来渡过难关？正是存在着这一系列的疑问，市场一而再、再而三地对高负债的欧元区国家投不信任票。

解困之道——寄望欧洲央行发力

尽管如此，笔者对欧元区国家的债务前景持谨慎乐观态度。只要欧元区国家在最后关头真的不想让欧元垮台，欧元区有能力、有手段避免违约和欧元垮台这一代价高昂的结局。办法就是让欧洲中央银行发挥最后贷款人的职能，让欧洲中央银行放手购买成员国的债券。当然，这涉及改革欧洲中央银行的相关制度和规则。欧盟在创设欧洲中央银行之初，刻意通过《欧盟条约》和欧洲中央银行地位的议定书对欧洲中央银行的最后贷款人的职能进行了限定，不允许其对成员国的财政进行解救，也不让其承担稳定金融市场的责任，只让其承担稳定欧元区物价稳定的单一职能，并且赋予欧洲中央银行高度独立地位。这就束缚了欧洲中央银行的手脚。当欧洲中央银行行长特里谢表示要通过购买成员国债券来帮助危机国家时，德国央行行长魏德曼立即提出批评，使得欧洲中央银行的这一职能难以充分发挥。在制度上改革欧洲中央银行的相关规定，可能困难重重。但是在现有的制度框架下，让欧洲中央银行购买成员国债券，购买拟议中的欧元区共同债券来缓解债务压力可能是唯一可行的途径。

需要指出的是，中央银行的这一职能将导致两个问题，一是道德风险，被救助者可能会因此忽略风险控制，让别人为其承担代价；二是央行的过度干预导致货币扩张，产生通货膨胀的压力。但是这些都是传统的问题，在体系崩溃和通货膨胀高企的可能性之间，两害相权取其轻。因此，笔者判断财政赤字货币化恐怕是欧元区在实现财政一体化，降低财政赤字之前唯一可行的道路。对于国际投资者而言，这也是可接受的、不比欧元区国家违约更糟糕的结果。

© 上海欧洲学会，2011

《研究报告》刊发有关当前国际重大热点问题的分析和对策建议报告。报告仅反映作者个人观点，不代表上海欧洲学会的立场。

地址:上海市威海路 233 号 803 室, 200041

电话/传真: 0086-21-6327-6919

网址: www.sies-cn.org