

# 论欧元区主权债务危机的根源与救助机制<sup>①</sup>

刘元春 蔡彤娟

**内容提要:** 本文认为欧元区主权债务危机爆发的根源在于: (1) 作为主权分离的共同货币区, 欧元区缺乏应对国际性大危机的统一政策协调工具。(2) 欧元区并不满足最优货币区的条件, 经济的整合不仅没有产生内生性的趋同, 反而出现两极化的离心趋势。这决定了目前所出台的各种救助举措都只是权宜之计, 欧元区难以从根源上消除债务危机的隐患, 也难以走出解体的阴影。

**关键词:** 主权债务危机 欧元区 政策工具 救助机制

## 一、引言

2009 年底, 随着希腊、西班牙、葡萄牙、意大利等 4 国公布的财政赤字和公共债务占 GDP 比率远远超出欧盟《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》所规定的 3% 和 60% 的上限(参见表 1), 全球三大评级公司下调这些国家的主权评级, 欧元区主权债务危机宣告爆发。

表 1 PIGS 四国近三年财政赤字与公共债务占 GDP 比重(%)

地区 指标	财政赤字/GDP(%)			政府公共债务/GDP(%)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
希腊	3.7	7.7	12.7	95.6	99.2	112.6
意大利	1.6	2.8	5.3	104.1	105.8	115.0
葡萄牙	2.6	2.7	8.0	63.6	66.3	77.4
西班牙	-1.9	4.1	11.2	36.1	39.7	54.3
欧元区平均	0.6	2.0	6.4	66.0	69.3	78.2

数据来源: 彭博社 <http://www.bloomberg.com>。

这场主权债务危机不仅是美国次贷金融危机在全球蔓延的局部动荡, 更是一场世界货币体系重构的前兆。因此, 这场危机一经产生, 便引起了社会各界的高度关注, 大量的学者和政府要员对于危机产生的原因和解决的措施进行了广泛的讨论。关于本轮债务危机产生的原因, 目前的讨论大致可以分为以下几种观点: 一是大多数学者所持的“次贷产物论”(林诤, 2010; 李慧勇、孟祥娟, 2010 等)。该观点认为主权债务危机是次贷危机蔓延的产物, 它与“迪拜金融危机”一样, 是全球金融危机之后的各种

局部金融危机的表现之一。因此, 这种局部危机并不可怕, 它将随着次贷危机的缓和而缓和, 并将在经济复苏之后完全消失。二是以一些新闻评论人士为代表的“欧元狙击论”, 认为欧洲主权债务危机是人为操纵的结果, 其目的是为了暂时打压欧元、提振美元, 以维护美元的霸权地位, 转嫁美元经济复苏的成本(叶檀, 2010)。三是以克鲁格曼等开放宏观经济学家为代表的“欧元区缺陷论”, 认为欧元主权债务危机的实质在于欧元区存在致命缺陷, 欧洲还不具备推行单一货币的条件, “危机的核心原因是欧元缺乏灵活性, 而不是赤字开支。”<sup>②</sup>

上述这些观点虽然从不同层面上对于这场危机的原因进行了说明, 但这些观点并没有对各种因素进行一个具有逻辑一致性的解释, 没有将问题的表象因素与深层次关系理清楚。因此本文首先利用债务可持续性条件分析本轮危机爆发的直接原因; 然后, 从欧元区面临的制度性内在冲突角度来阐述本轮危机产生的根源; 再次, 利用这些分析结论来对目前提出的危机救助方案进行深度说明; 最后, 得出本文的结论, 并对欧元区进行展望。

## 二、主权债务危机爆发的直接原因

从现代财政理论可以得到, 公共财政的可持续条件可以用(1)式表示:

$$\frac{d}{Y} \leq \frac{\Delta Y}{Y} \frac{D}{Y} \quad (1)$$

其中  $d$ 、 $D$ 、 $Y$  分别代表预算赤字、公共债务和 GDP(均为名义量)。我们可以利用(1)式确定了公共财政可持续的区间, 即赤字率的边界由 GDP 增长率和债务占 GDP 比重的乘积决定。如果将《马约》

关于财政赤字与债务比 GDP 的标准代入上面这个关系式,很明显可以看出,当  $d/Y = 3%$ ,  $D/Y = 60%$  时,  $\Delta Y/Y = 5%$ , 处于公共财政可持续区间的边界。如果把希腊的数据代入,当  $d/Y = 12.7%$ ,  $D/Y = 113%$  时,要求  $\Delta Y/Y = 8.90%$ , 即希腊的经济增长率要达到将近 9% 才可能维持其赤字和债务。根据以往的实际情况看,这是不现实的。PIGS 等国赤字率和债务占 GDP 比重的急剧攀升(见表 1),应该说和次贷危机有一定的关系,由于经济受到负面冲击,需要政府救市和干预。然而,次贷危机并不是全部原因。为了说明这一点,进一步将预算赤字分解为债务的基本赤字  $df$  和利息部分  $iD$ , 有

$$d = df + iD \quad (2)$$

经过推导,<sup>③</sup>可以得到

$$\frac{df}{Y} \leq \left( \frac{\Delta Y}{Y} - i \right) \frac{D}{Y} \quad (3)$$

进一步用实际量来表示,有

$$\frac{df}{Y} \leq \left( \frac{\Delta y}{y} - i_r \right) \frac{D}{Y} \quad (4)$$

$i_r$  代表实际利率。(3)(4) 两式表明只有当名义(实际)GDP 增长率高于名义(实际)利率时,才能在基本赤字的条件下实现公共债务的可持续性。然而,从表 2 反映的实际情况看,只有 2007 年希腊和西班牙达到标准,2008 年希腊勉强达标,其余均不达标。尤其是刚刚过去的 2009 年,实际 GDP 增长率均为负值。<sup>④</sup>

表 2 PIGS 及欧元区实际 GDP 增长率与实际利率(%)

地区指标		2007	2008	2009
实际 GDP 增长率 (%)	希腊	4.47	2.02	-1.97
	意大利	1.56	-1.04	—
	葡萄牙	1.87	0.15	-2.68
	西班牙	3.56	0.86	-3.64
	欧元区平均	2.76	0.55	-4.04%
欧元区实际利率 (%)		2.31	1.72	1.33

数据来源:欧洲中央银行统计数据库,OECD 统计数据库,欧元区实际利率为作者根据原始数据计算。

### 三、主权债务危机的根源 ——欧元区存在根本缺陷

通过以上分析,可见次贷危机和公共财政的不可持续只是引发本次危机的表象原因。欧元区自成立时即存在的内在矛盾,欧元体制的根本缺陷才是危机爆发的根源。

#### (一) 欧元区体制的内在矛盾

1. 缺乏应对危机的统一政策调节工具——共同货币区的固有矛盾。根据丁伯根原则,为了同时实现多个独立的经济目标,要求为实现这些目标所使用的独立的政策工具的数目不能少于经济目标的数目。当这些工具由不同的机构掌握,这些机构或多或少彼此独立,就会出现每个机构(就哪个目标)如何管理各自工具的问题,出现工具与目标的匹配矛盾。作为目前世界上货币合作最高形式的欧元区也不能避免这一矛盾:欧元区的货币政策是统一的,掌握在欧洲中央银行手中,而财政政策是分散的,掌握在各成员国手中,统一的货币政策与分散的财政政策之间存在根本矛盾。

首先,统一的货币政策存在不足。根据蒙代尔的有效市场分配原则,货币政策应服务于外部目标,而财政政策应服务于内部目标,才能同时实现内外均衡。当冲击来源于外部时,统一货币政策的效果不如统一财政政策明显。另一方面,即使是统一的货币政策也是成员国之间博弈的折中结果,无法满足个别成员国的具体要求。例如,作为欧元区货币政策的制定者,欧洲中央银行在制定和实施货币政策时不得不考虑平衡各国利益矛盾,结果导致利率的调整常常无法到位。

其次,对于区内成员国,由于货币政策和汇率政策外生决定,无法运用利率工具来配合财政政策,导致内外均衡的政策目标调控无法完全到位。例如假定欧元区成员国处于内部失业和国际收支逆差的内外失衡状态,如图 1,对成员国来说利率  $r$  为外生变量,LM 曲线是一条平行于横轴的直线。当采取扩张性财政政策纠正内部失衡时,IS 曲线向右移动到  $IS'$ ,与 LM 曲线相交于内部均衡点  $E'$ ,与 E 点相比, $E'$  点更加偏离 BP 曲线,外部失衡进一步扩大。扩张性财政政策引起的经常账户逆差无法通过本币贬值或提高利率吸引外资的方法加以弥补,实现内部均衡的代价是国际收支的进一步失衡。最终的结果是,财政赤字和贸易赤字均上升。单个成员国赤字规模的扩大并不会引起该国利率的上升或汇率的贬值,因此各成员国总是倾向于使用扩张性的财政政策。然而,一国赤字规模的扩大会对整个欧元区债务总额的扩大做出“贡献”,最终对欧元区的长期真实利率和欧元汇率产生影响。正是由于成员国享受的权利与其承担的责任之间的失衡滋生了道德风险行为的蔓延。

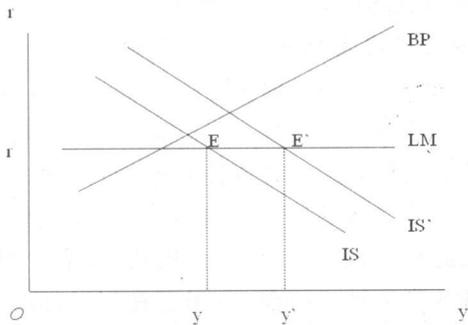


图1 固定汇率、利率下的财政政策效果

2. 欧元区不满足最优货币区条件, 缺乏充分及时的补充调节机制。根据最优货币区 (Optimal Currency Areas, OCA) 理论, 当面临外部冲击时, 货币区有充分及时的调节机制, 使放弃各自货币的成员国不必依赖于货币区内部汇率变动, 就能在维持对外平衡的同时, 恢复内部平衡, 并且不产生失业和通货膨胀, 这样的货币区就是“最优货币区”。判断最优货币区的标准和调节机制包括: (1) 工资和价格弹性 (Kawai, 1987); (2) 生产要素的内部流动 (蒙代尔, 1961); (3) 经济开放度标准 (麦金农, 1963); (4) 财政政策和其他成员国的转移支付 (托尔和威莱特, 1976); (5) 高度融合的金融市场和通货膨胀率标准等 (Flemming, 1971)。如果根据这些衡量标准判断, 欧元区并不满足 OCA 条件: 大量研究证明, ECU 只在经济开放度和资本流动方面符合 OCA 标准, 而在最重要的生产要素流动性和工资弹性方面, 均未达标, 而且欧盟缺乏财政一体化制度和计划。即使是“欧元之父”蒙代尔, 也承认欧元区并不是一个最优货币区。在这种情况下, 欧元区成立时就是“先天不足”的, 缺乏可以替代货币和汇率政策应对全球性经济危机的充分及时的调节机制。

(二) 区域经济整合过程中出现离心趋势, 成员国之间的竞争地位发生变化

Frankel & Rose (1998) 指出, OCA 本身具有内生性: 一个经济体在“事前” (ex ante) 可能不符合 OCA 的某些标准, 但在加入货币区“事后” (ex post), 其与区域内其他成员的经济一体化水平会随着货币一体化的深入而逐渐提高, 从而达到 OCA 标准。然而, 从本轮债务危机暴露出来的情况来看, 欧元区经济内生化的趋势并不明显, 反而在整合过程中出现了成员国经济的离心趋势。

考虑开放条件下的国民收入恒等式:

$$G - T = (S - I) + (M - X) \quad (5)$$

其中,  $(G - T)$  代表政府预算赤字 (即  $d$ ), 预算赤字的累积形成政府的公共债务, 反映了政府在应对经济危机时需要付出的干预程度, 也反映了各国遭受外部冲击的影响程度不同 (见表 1);  $(S - I)$  代表私人储蓄与私人投资之差, 即私人净储蓄;  $(M - X)$  代表经常项目逆差。假定内部均衡 ( $S - I = 0$ ), 则有:

$$d = M - X \quad (6)$$

即预算赤字等于贸易逆差。从近十年 PIGS 国家的经常项目数据看, 除 2009 年受次贷危机影响外, 经常项目逆差都在逐年迅速上升; 与之相对的, 则是德国、荷兰等国的连年顺差。这说明欧元区内部成员国之间存在竞争关系和经济失衡, 反映了各成员国在欧元区竞争地位的变化。由 (5)、(6) 两式决定, PIGS 等国的失业率及其波动程度也明显高于欧元区平均水平, 实际上体现了 PIGS 等国在欧元区内竞争地位的下降。

虽然货币一体化对欧元区经济的整合作用不容抹杀, 大多数学者的实证研究也倾向于支持内生性假说, 但是不可否认, 随着欧元区的东扩, 成员国之间的经济差距在逐步扩大, 使得欧元区经济的离心趋势超过了融合趋势。

(三) 区内政治矛盾重重, 财政及政治一体化发展滞后

对于分散的财政政策所产生的矛盾, 可以依靠统一的财政政策加以解决。早在 1969 年, 凯南就提出了财政一体化对于促进货币同盟的重要作用。他指出, 如果能够建立起超国家的财政转移支付, 用名义汇率变动来对付不对称冲击的必要性就会降低, 因为财政的自动转移支付机制或财政政策的积极主动支付转移, 会给遇到负面冲击的国家带来补偿, 用于其恢复均衡。一国的失业人口如果有可能得到某种来自货币同盟的财政补偿, 就可以缓解失业带来的压力。然而欧洲财政一体化进程步履维艰, 虽然《马约》和 SCG 关于公共赤字和债务的两个标准意在対财政政策施加约束, 但这两个标准的实施得不到强有力的保障, 近几年已经形同虚设。到目前为止, 欧元区还没有建立统一财政同盟的计划。

另外, 政治一体化是货币和财政一体化的基础和条件。托尔和威莱特 (1976) 提出应以政治一体化作为确定最优货币区的标准。<sup>⑤</sup> 他们认为, 一个货币同盟能否成功的关键在于其成员国对通货膨胀和失业的看法是否一致。Mintz (1970) 认为, 政治一体化的意愿可以推进有共同承诺的联盟形成, 维持合作与对话, 加强国家间的制度化联系。<sup>⑥</sup> 国家间基于共

同利益的政治合作意愿,稳定的对话机制等对于促进货币一体化有着重要意义。相对于经济一体化的发展程度,欧洲的政治一体化却落后得多。与美国相比,欧洲缺乏一个强大的政治中心,在面临危机时各成员国之间的协调总是出现矛盾。在本轮危机中,法德在如何确定救助机制上迟迟达不成一致,德国甚至提出要让希腊等“不达标国家”退出欧元区,暴露了欧元区成员国之间长久以来的内部矛盾。

#### 四、危机的救助机制分析

对于欧盟来说,应对主权债务危机短期内可供选择的救助方案是对希腊等国提供双边援助,中长期来看,可以考虑建立像IMF那样的欧洲货币基金(EMF)。而放宽《马约》约束和实施退出机制则是不得已的下策。

1. 双边援助方案。由于《马约》规定禁止欧洲中央银行为成员国的公共赤字融资,因此短期内解决主权债务危机的方式仍然以欧元区内部双边援助和IMF援助为主,即由欧元区其他国家(德法等)及IMF向希腊等债务危机国提供债务担保或贷款。这种“紧急援助”(bail out)旨在应对短期内即将到期的巨额债务,一般都会附带严格的条件,如要求债务国努力削减预算赤字,进行债务重组等。这些条件改变不了援助的一次性输血性质,无法从根本上纠正债务国的财政缺陷。

然而,如果考虑到预期的作用,这一做法是及时的,也是必要的。根据理性预期假说,市场预期对于危机的发展具有推波助澜的作用。双边援助机制的主要作用在于向金融市场发出积极信号,提振投资者信心,以帮助危机国降低在金融市场融资的成本,获得更多的市场融资。从这个角度看,双边性紧急援助的作用是很重要的。虽然短期的双边援助方案只是一种暂时的权宜之计,但是通过救助希腊,欧盟也就此确立了应对区内成员国债务危机的过渡性解决方案,迈出了建立正式危机救助机制的第一步。

2. 建立欧洲货币基金。为了从长计议,防范希腊危机再次重演,格罗斯和梅尔(2010)提出建立“欧洲货币基金”的建议。他们认为,相对于求助IMF或是靠实施特别干预措施挺过难关,建立欧洲货币基金是更好的选择,EMF有助于改善欧元区的危机管理和财经纪律的执行,可以更好地引导金融市场的预期,提高投资者对希腊主权债务的信任。

建立EMF不仅是一种中短期的救助方案,而且是一种正式救助机制,其作用相当于欧洲的

IMF,能够加强欧元区内的经济合作和监督,有效缓解债务风险,防范债务危机的再次发生。关于EMF与IMF的关系,格罗斯认为EMF将代表在IMF内部的欧元区国家,因而EMF和IMF两者之间将没有竞争。若真如此,EMF方案将是一种比较理想的有效解决机制。

但是,也有学者对此表示反对,指出建立EMF会对成员国产生“错误的激励措施”,即IMF在向债务危机国提供紧急援助时遇到的道德风险问题——有了EMF作为最后贷款人,各成员国将有可能更加肆无忌惮地举债和扩张赤字,形成债务规模↑—违约风险↑—紧急援助—危机缓解—债务规模↑的恶性循环。

3. 放宽财政约束。《马约》和SCG关于公共财政的约束标准自实施以来就受到广泛的争议。分析(4)式,当外部均衡时( $M - X = 0$ ),有

$$\frac{d}{Y} = \frac{S - I}{Y} \quad (7)$$

即预算赤字与GDP的比值要等于私人储蓄与私人投资之差与GDP的比值。(5)式可以帮助考察《马约》关于赤字与债务的标准是否合理。对于西方工业化发达国家,过度消费和低储蓄导致 $(S - I)/Y$ 这个比值在大多数欧元区国家都有下降的趋势。《马约》制定的1991~1992年,欧盟15国的这一比值平均在3%~4%左右,因此当时对欧盟来说, $d/Y = 3%$ 还是比较合理的。<sup>⑦</sup>然而近几年,欧元区的净储蓄与国民收入比值有所上升,基本在6%~8%之间,这似乎表明3%的标准有些低了。然而,一旦放宽标准,是否会产生“开闸泄洪”式的效应,造成各国财政赤字的一致性激增呢?另外,如果放宽赤字率到6%,根据前文(1)式,公共债务的可持续至少要求10%的经济增长率,这对于欧元区来说又不太现实。

4. 建立退出机制,剔除不合格成员国。欧元区成立不过十余年,目前还没有正式的成员国退出机制。理论上,个别成员国的预算赤字和债务问题不应引起整个欧元区利率和汇率的剧烈变化,但由于预期对金融市场迅速而重要的影响,某个成员国面临的个体危机会立即转化为整个欧元区的系统性危机。为了避免个别成员国的主权信誉影响欧元的信誉,拖累整个欧元区,建立成员国的退出机制,划清与不达标国家界限已经成为欧元区需要考虑的问题。

但是,考虑到债务危机的“传染效应”,是否建立退出机制还需慎重。欧元区各成员国之间本身是一个风险无限放大的利益链,一旦到了要剔除不达标

成员国的地步,说明欧元区自身也已经陷入困境。就目前情况来看,如果允许希腊退出,市场对希腊主权信用的不信任是否会随着希腊退出欧元区而转移到欧元区其他“不达标”的国家——如同样处于主权债务重灾区的爱尔兰、西班牙、葡萄牙等国身上?这些国家是否也要退出欧元区?这样的大规模退出是不可想象的。一旦这种最坏的情况发生,则意味着欧洲经济与货币同盟的倒退,对于欧洲经济一体化进程将是沉重的打击。

## 五、结论

本文通过对欧元区主权债务危机的考察,得出以下结论:

(1) 次贷危机的影响和公共财政的不可持续充其量只是引发主权债务危机表象原因。欧元其实是先天不足的货币,欧元区的体制决定了欧元区成员国主权债务危机的必然性:欧元区并不满足最优货币区条件,缺乏应对国际性危机的统一政策调整工具,表现为统一的货币政策与分散的财政政策之间存在矛盾,缺乏其他补充调节机制;欧元区在经济整合过程中出现离心趋势,成员国之间的经济差异导致在面对危机时利益协调困难,主权债务危机实际上反映了 PIGS 等国在欧元区内竞争地位的下降;财政和政治一体化进程滞后是债务危机得以蔓延的重要原因。这些深层次矛盾才是债务危机爆发的根源。

(2) 从目前可能的解决机制看,无论是双边的还是 IMF 的紧急援助,抑或是建立欧洲货币基金,甚至最终放宽《马约》标准,都无法从根本上解决债务危机产生的根源——欧元区的内在缺陷。离开了这个前提,所有的救助举措都只是“头痛医头,脚痛医脚”的权宜之计。如果债务危机的根源得不到解决,下次危机的爆发只是时间问题。

(3) 如果欧元区的区域融合进程继续向离心方向发展,两极分化趋于严重,拿不出有效的区域经济整合方案,欧元区的内在矛盾将进一步激化,欧元区的前景将堪忧。下一次危机的爆发也许将把欧元区推向崩溃的边缘。

注:

①本文受到中国人民大学“985”项目资金支持。

②《21世纪经济报道》,21世纪网,2010年2月25日。

③对(2)式两边除以Y,得到 $\frac{d}{Y} = \frac{df}{Y} + i \frac{D}{Y}$

将上式代入(1)式,有 $\frac{d}{Y} \leq (\frac{\Delta Y}{Y} - i) \frac{D}{Y}$ 。

④其中,意大利2009年实际GDP增长率数据还未公布。

⑤Tower, E. & T. Willett(1976), "The theory of optimum currency areas and exchange rate flexibility", International Finance Section, NO. 11, Princeton University.

⑥Mintz, N. N. (1970), Monetary Union and Economic Integration, New York University Press.

⑦给定通货膨胀率和实际增长率目标,所以有 $a = 60\%$ 的债务标准。

### 参考文献:

林逵, 2010:《主权债务危机迫使全球必须收紧流动性》,《中国建材》第3期。

李慧勇 孟祥娟, 2010:《申银万国: 2010年春季中国经济报告》, <http://finance.sina.com.cn/stock/stockptd/20100323/11227614780.shtm>, 3月23日。

叶檀, 2010:《主权债务危机是有意为之的短期欧元狙击战》,《国际融资》第1期。

Feldstein, M. (1997), "The political economy of the European Economic and Monetary Union", Journal of Economic Perspectives 11: 23- 42.

Kawai, M. (1987), "Optimum currency areas", The New Plagrove: A Dictionary of Economics, New York: Stockton Press.

Mundell, R. A. (1961), "A theory of optimum currency area", American Economic Review 51: 657- 665.

McKinnon, R. (1963), "Optimum currency area", American Economic Review, Nov.

Tower, E. & T. Willett (1976), "The theory of optimum currency areas and exchange rate flexibility", International Finance Section, NO. 11, Princeton University.

Flemming, J. M. (1971), "On exchange rate unification", Economic Journal 81: 467- 488.

Eichengreen, B. (1993), "European Monetary Unification", Journal of Economic Literature 31(3): 1321- 1357.

Frankel, J. A. & A. K. Rose (1998), "The endogeneity of the optimum currency area criteria", The Economic Journal, 108: 1009 - 1025.

(作者单位: 中国人民大学经济学院)

(责任编辑: 陈建青)