



更多的欧洲， 而不是更少

欧元区正从它的债务危机中学习，它需要的是一种更加集中化的对财政和金融政策的处理方式

席琳·阿拉德

谈到国债，欧元区似乎有些不同。即使欧元区的债务水平与其他发达经济体处于同一条水平线上，但是它却正被国债危机拖入深渊（见图1）。的确，欧元区不是一个单独的国家，它的协议也防止了其成员国被别的成员的负担所拖累。但是为什么一个成员国的麻烦会意味着所有成员国的麻烦，而且会让投资者对这个经济与货币联盟的未来感到焦虑不安呢？

回溯欧洲债务危机的起因，我们可以总结出，部分可能是不完善的经济、金融和财政一体化等导致的。想要有效地运转，这个经济与货币联盟应当具有某些互相分担财政风险的形式，具有更加紧密的国家政策监控，和一个一体化的泛欧洲金融系统处理途径。所有这些方面的进展是有的，但使其快速完善则至关重要。

各种因素的合力

经济与货币联盟（EMU）成立的前提，是一种通用货币带来的益处会超出

废除各国家原有货币的成本。计划中设想的目标是《稳定与增长公约》（SGP）将能使欧洲的机构通过每年的评估对各国的预算有密切的认知，并制定足够多的财政规定来为处理单个国家的震荡留下空间。各国在产品 and 劳动力市场改革上的协作（如，开放电力市场或鼓励参与劳动力市场）能使各经济体紧密结合在一起，从而使他们对共同的震荡作出类似的反应。

然而，随着EMU的引入，南部欧元区国家和爱尔兰（笼统地称为边缘国家）经历了一次非常特别的震荡：在多年银行利率远高于他们北部的对手之后，他们因借款成本问题目睹了一场戏剧化的衰退。这使得公司的生产性投资融资更加便宜并能够进行扩张——当然这是一种非常受欢迎的发展方式。但这样也使得强劲增长的态势将会持久不变的信念广为流传。各个家庭认为他们能负担得起更高的生活水准，导致了无节制的以信用做抵押的购买行为以及真正的房地产泡沫的出现。而且政府以及他们的债权人，都想当然地认为井喷式的

发展必然带来不错的收入，以至于他们根本没有利用利率下降的时机提高用于偿付债券利息的储蓄。

与此同时，因为通用货币消除了跨境交换费用，欧元区内的金融整合蓬勃发展——这是 EMU 的另一个好处。但对那些边缘国家而言，流入资金往往是以银行债务的形式出现，使得他们越来越依靠从市场上融资（这称为批发融资），而不是通过银行储蓄去解决国内信贷。相反的，股权流动却很少，例如跨国兼并和收购，因为这类流动的风险被投资者分担从而得到投资者更为有力的监控。

国家金融部门的负责人们也被同样的乐观景象蒙蔽。他们沾沾自喜地不断提高信用风险，允许银行系统与国家的经济规模不成比例的规模发展。其结果是，银行业的风险越来越高，他们日益成为政府在金融危机中无法支撑的负担。大宗的跨国银行贷款增加了各国金融系统之间的相互联系，因为缺乏一个泛欧洲的监管系统，这一密切联系提高带来的风险遭到了忽视。

因为欧元区内的融资唾手可得，使得人们很容易放弃在竞争中分散风险的方式。当德国和与之相邻的欧元区国家通过将东欧整合入他们的产品供应链，以重塑生产模式，来与低生产成本的亚洲生产团体相抗衡时，欧元区的边缘国家们似乎没有注意到正在上升的成本，因为过热的生产导致工资大幅提升。在很长一段时间内，政策制定者们和外国私人投资者一样，都忽略了一个事实，那就是欧元区边缘国家外部头寸的剧烈恶化是由于他们主要为非产出性的消费融资（如房地产投资），因此他们的累累负债也就很难偿还（见图 2）。

硬着陆

在欧元区诞生之前，主权债务问题主要是外债。尽管经常要以一轮通货膨胀为代价，但是国内债务的票面价值通常能够维持。随着欧元区的建立，这种机制消失了，成员国的国内和国外债务通常无法区分开，而且不再有（国内）中央银行直接通过通货膨胀解决问题了。

然而，反之亦然。在欧元区，各国保留对财政政策的控制权，没有通用的欧元区财政部支持欧洲央行的各项操作。欧元区的建立者们十分清楚维持财政秩序的必要性，并寄望于通过管理工具（如 SGP）和市场秩序的结合来解决问题。但这两类机制都渐趋腐坏：SGP 大打折扣，市场则在大势之下休眠了。这个计划在景气时运转良好，而当全球金融危机袭来，则土崩瓦解。

美国投资银行雷曼兄弟在 2008 年 10 月的倒闭，为欧元区戏剧化的财富反转做下了铺垫。前面提到的批发融资市场的操作被突然叫停，使得欧元区边缘国家的银行更难继续为信贷驱动的增长提供资金。

一旦信用枯竭，基础竞争力的问题和增长结构上的障碍立刻开始引人注目，尤其是在希腊和葡萄牙。财政收入耗尽，暴露出其背后的公共财政的脆弱。私人投资者开始对坏账进行仔细审查，而已病入膏肓的银行则越来越急需财政支持，尤其是在爱尔兰。

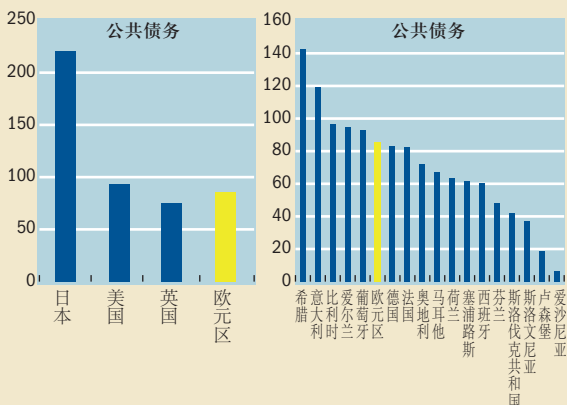
结果，私人债务问题演变成为了主权债务危机。当银行还在艰难地为本国主权债务融资时，对于财政偿付能力的担忧已经降低了投资者对于边缘国家银行部门的信心，引起了一连串延续至今的恶性循环。希腊、爱尔兰和葡萄牙激增的信用成本使国家和银行都无法再获得私人的资金。最近，这个危机又吞没了意大利和西班牙，这两个国家在 2011 年的夏季眼睁睁看着其主权债务的成本不停攀升（见图 3）。

图1

同一水平，不一样的步伐

整个欧洲的公共债务与其他发达经济体一致，但各国的债务相差甚远。

（占GDP的比例，2010年）



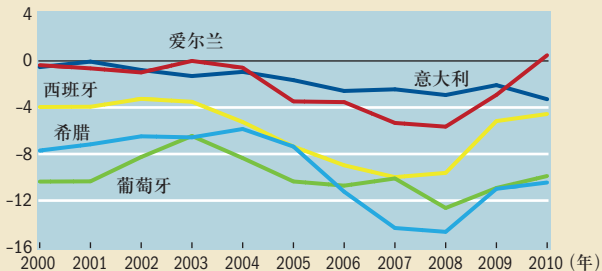
资料来源：IMF《世界经济展望》以及IMF工作人员的计算。

图2

收支平衡，负的

边缘国家的经常项目收支情况在危机加速时急剧恶化。

（经常项目收支，占GDP的比例）



资料来源：IMF《世界经济展望》以及IMF工作人员的计算。

这个传染病并未止于欧元区边缘国的国境。那些在边缘国的繁荣时期投入资金的欧元核心国的银行，现在也处于密切注意之下。仍在蔓延的对于风险暴露和资产质量的不确定感拖延了信心的恢复，而这对于欧元区作为一个整体的复苏是十分关键的。

仍在寻求解决方案

那些累积了大量财政或外部不平衡账目的国家受到了来自市场的巨大压力。其结果是，这些国家立刻开始采取了大刀阔斧的调整措施，从削减公共开支到提高税收，以及一些改善经济运转的手段。但是，由于缺乏恰当的欧元区区域危机管理机构，区域层面的决策被一拖再拖。2010年5月，当希腊的问题浮出水面、需要外部资金的支持时，欧洲的首脑们不得不诉诸于双边借贷。之后，他们制定了欧洲金融稳定机制（EFSF）来为陷入资金困难的欧元区成员国提供帮助，并且已在2010年12月对爱尔兰、2011年5月对葡萄牙给予了相关支持。

但是因为拿某些国家纳税人的钱去为另外一些国家过去的肆意挥霍买单在政治上是十分困难的——实际上，《马斯特里赫特条约》宗旨之一就在于避免欧元区国家间的跨境财政转移——因此有关EFSF的决定很难被通过。随着市场上的混乱持续存在，截至2011年4月，EFSF的贷款能力已经接近翻倍，达到了4400亿欧元；当这场灾难威胁到西班牙与意大利时，它的财产委托数量在2011年夏天更是大幅提高，以便预防性借款和保证其他情况的灵活应对。

但市场仍然疲软。信用评级机构仍在持续降级他们的评估，到2011年8月中旬，市场信心仍未见好转。

债务的持续性带来的挑战依然存在，而棘手的和一直被拖延的调整渐渐逼近。对于那些被危机打击最严重的国家来说，增长——这个对财政可持续性至关重要的因素，被证实其比想象的更加令人难以捉摸。市场因而在担心，对改革的疲倦情绪可能会在调整完成之前就产生了，继而促使投资成本提高，而这又会进一步威胁到债务的持续性。

早期教训

迄今为止，经济和金融的一体化给欧元区带来的收益仍远远超过为此付出的成本。但支撑这一通用货币的基础性机构在这次危机中明显地暴露出了很多不足，从而突出了国家出让更多主权的必要性。

从这次危机中得到的第一个教训是，这个经济与货币联盟要想有效地运转，必须有一种欧元区层面的财政风险分担机制，以向面临主权融资压力的国家提供援助并成为欧洲央行危机操作时的支持力量。EFSF——和其2013年以后的继任者，欧洲稳定机制（ESM）——迈出了通向这个财政保险方案的第一步，尤其是在它最近的一次加强之后。在许多向前迈进的方式中，一个选择是，ESM能衍生出一个欧洲债务管理机构，该机构将发行通用债券，当然，前提是各国必须采取谨慎的政策。

第二个教训是，欧元区对国家层面的财政和宏观经济政策的机构监督需大力加强。超国家层面之上的加强预算管理秩序和对于收支不平衡的更强有力的监管的确有所改进，但需要做的还有很多，例如，要求那些国家纠正过去不断上扬的公共支出，或制定更多针对财政政策违背者的半自动制裁方式。

最后，正如此次危机所揭示的那样，一套一体化的泛欧洲的金融监管、规章和危机处理方式的必要性正变得越来越显著。欧洲最近已经建立了相关机构；它们将在急需的监管和系统风险评估方面进行协作。但同样重要的是，通过建立一个欧洲范围内的可解决问题的权威机构来为各银行提供一个通用的、不论国别的承托作用，以此来完善区域金融的稳定性框架。只有这样，银行系统的命运才会完全摆脱它们各自所属的主权国家。

寻求到一个解决边缘国家主权债务危机的有序解决方法仍然至关重要。欧洲的首脑们已开始作出一些艰难的决策来应对这次危机，当中最引人注目的是2011年7月欧盟峰会上作出的决定，但要使市场信服，就需要将改进尽快付诸实施。■

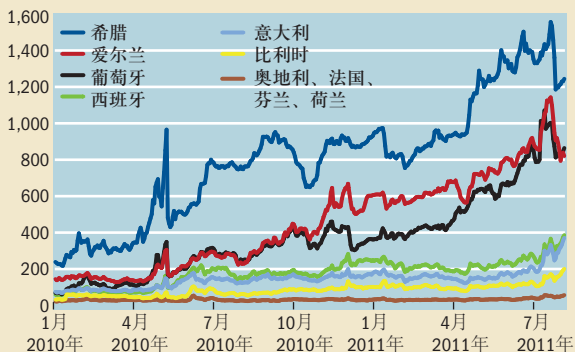
席琳·阿拉德（Céline Allard）是IMF欧洲部的副处长。

图3

债券差额

希腊、爱尔兰、葡萄牙，以及最近的意大利和西班牙等国家的主权债务成本激增。

（与德国相比的10年债券差额，基点）



资料来源：彭博资讯；IMF工作人员的计算。