



欧债危机启示录

□ THE REVELATION OF
EUROPEAN DEBT CRISIS

丁一凡◎著

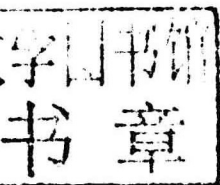


欧债危机是世界地缘政治的博弈
或许，从**历史的视角**出发，更能解释清楚**货币问题**
的**政治逻辑**，以及对于**中国经济**的启示。

新 华 出 版 社

欧债危机启示录

丁一凡 著



北京汉风唐韵文化发展有限公司	
校次：	时间：
排版人员：	核对人员：
责任编辑：	联系电话：82570232

新华出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

欧债危机启示录 / 丁一凡著

北京: 新华出版社, 2013.12

ISBN 978-7-5166-0837-1

I. ①欧… II. ①丁… III. ①债务危机—研究—欧洲 IV. ①F835.059

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第002914号

欧债危机启示录

作 者: 丁一凡

出 版 人: 张百新

责任编辑: 张 谦

封面设计: 李尘工作室

责任印制: 廖成华

出版发行: 新华出版社

地 址: 北京石景山区京原路 8 号

邮 编: 100040

网 址: <http://www.xinhupub.com>

<http://press.xinhuanet.com>

经 销: 新华书店

购书热线: 010-63077122

中国新闻书店购书热线: 010-63072012

照 排: 李尘工作室

印 刷: 高碑店市德裕顺印刷有限责任公司

成品尺寸: 170mm × 240mm

印 张: 11.75

字 数: 170千字

版 次: 2014年4月第一版

印 次: 2014年4月第一次印刷

书 号: ISBN 978-7-5166-0837-1

定 价: 35.00元

图书如有印装问题, 请与出版社联系调换: 010-63077101

序：欧盟能度过债务危机吗？

欧元区的债务危机似乎远未结束。葡萄牙、西班牙、意大利的债务危机尚未平息，刚刚度过危机的希腊似乎又面临着新一轮还债的高潮。当希腊的债务形势刚刚稳定，塞浦路斯的银行又暴发危机，欧元区的命运似乎又再次被推到了国际舆论的风口浪尖上。

事情到了这一地步，似乎远不是欧元区成员国的财政紧缩与经济衰退构成恶性循环所能解释的。我们似乎应该重温一下欧元上马的前后经历，了解创建欧元是动力是什么，才能理解为什么有些欧洲战略家认为欧元区的债务危机不是偶然的；才会理解欧元区如果垮台，世界经济将会遭受怎样的冲击。

欧元区的主权债务是由一系列原因积累而成的，任何单独一项都不构成危机的条件，但积累到一起，就促发了危机。比如，我们可以从以下几个角度来看：

一、欧元区成立十余年来，统一货币改变了区内经济环境，导致成员国之间经济发展不平衡，部分国家积累了严重的债务泡沫、房地产泡沫和信贷泡沫。在金融海啸冲击下，泡沫经济相继破灭，演化为持续蔓延的主权债务危机。

欧元区成立后，由于统一资本市场的形成，边缘各国融资成本大幅下降，加上核心国家银行业利用金融一体化提供的扩张机会在边缘国家拓展业务，造成低廉价格的充足流动性。这些资金大多没有用于生产领域，而是催生了超前消费、房地产泡沫，并在信贷增长支持下形成经济不可持续

的快速发展。表面上看，欧元区边缘国家实现了经济快速增长，居民生活水平与欧元区核心国家快速接近。这似乎证明，统一货币有助于经济落后国家的赶超。但事实上，由于各国在货币联盟内丧失了运用汇率工具调节经济的可能，边缘国家无法通过汇率调整弥补因工资增加而造成的竞争力损失，比较竞争力持续下降，外贸逆差不断增加。

金融海啸爆发后，流入欧元区边缘国家的资金突然减少，廉价资金支持下的经济快速增长随之中断。爱尔兰、西班牙等国则经历了房地产泡沫破灭，引发银行业巨额损失。在政府出面为银行担保的情况下，私人债务转化为政府公共债务。在经济减速和债务飙升的双重作用下，债券市场开始对欧元区边缘各国的债务偿还能力感到忧虑，这些国家在融资时发现自己债券的收益率大幅上升。最终，这些欧元区的边缘国家无法继续在资本市场上自行融资，主权债务危机爆发。

因此，欧元区主权债务危机，是过去10年欧洲经济货币联盟内部不平衡发展的表现。它的爆发、蔓延和解决的过程，也就是欧元区边缘国家经济泡沫破裂、修复并重回稳健经济增长模式的过程。

二、在政府推行赤字财政并高度依赖资本市场融资的条件下，债务危机直接表现为债券市场危机，或者说市场信心危机，欧元区单个成员国的政府无法驾驭这种危机。

20世纪90年代以来，世界债券市场的增长率明显超过世界GDP的增长速度：1998年底全世界债券余额为324396亿美元，2008年9月增加到837637亿美元，净增长幅度高达158%。欧元的引入大大推动了欧洲主权债券市场的发展。截至2008年9月，欧元区政府债券余额达到65003亿美元，成为世界第二大政府债券市场。发达国家政府越来越多地通过债券市场直接融资，而非通过银团贷款等传统方式间接融资，这就导致了政府对资本市场的严重依赖。

在金融全球化背景下，债券市场与货币市场、股票市场和大宗商品市场的波动联系在一起，成为海量金融资本流动逐利的重要场所。金融市场

不受政府控制，易受投机和恐慌情绪的影响。当国际投资者怀疑某个国家的主权债务存在违约风险时，在恐慌的情绪支配下会抛售该国的债券。其他的投资者发现有某种趋势时，会迅速跟进，大家都抛售就导致债券价格迅速下跌，那个国家政府的融资成本迅速上升，其财政困难得到了放大，违约风险也跟着增加。而违约风险的上升进一步印证了投资者的恐慌情绪，导致恶性循环，危机就这样自我生成了。

信用评级机构是为金融企业提供信息的中介，它们对投资者的情绪有重大影响。它们对主权信用评级调降可以引发抛售风潮，推高政府融资成本，给各国政府造成极大的财政困难。在欧元区的主权债务危机中，美国的信用评级机构起着推波助澜的作用。

面对债券市场的信心危机，欧元区各国政府都采取了紧缩公共财政的措施，旨在安抚市场的信心。但是，金融市场是否能如欧元区各国政府所希望的那样做出相应的反应，政府则没有多少把握。

三、欧洲货币联盟现有的制度安排决定了欧元区某些国家的主权债务具有先天的脆弱性，因此欧元区在发达国家中率先爆发了主权债务危机，而且它的传染和扩散效应明显。

欧元区使用统一货币，由欧洲中央银行实行统一的货币政策。但欧元区内的成员国却有着各自独立和分散的财政政策，体现为各国财政自立，各成员国单独发行政府债券。对于一般的主权国家而言，当政府因暂时出现流动性困难，乃至根本无力偿债时，可要求本国央行购买国债，用经济学术语说就是直接印钞，从而消除了主权债务违约的风险。政府可借助通货膨胀摆脱实际债务负担，但一般不会直接违约。因此，主权国家具有最高信用等级，国债在各种债券品种当中安全度最高。但是，在欧洲货币联盟内部为了克服道德风险，规定了所谓“不救助条款”，明令禁止欧央行购买成员国债券。由于成员国无法要求本国央行或者欧央行为本国印钞还债，因此其国债就丧失了主权债务的根本优越性，形同用外币发债。欧元区成员国政府债务普遍在高位运行，又没有中央银行的最后担保，市场信

心极度脆弱。当某些成员国的债券受到了市场投机的攻击时，它们便丧失了抵御投机的屏障，像银行在金融危机期间遭到储户挤兑一样，它们在债券市场上遭到投资者的“挤兑”，一个接一个陷入困境。这是欧元区债务危机辗转传递、持续延烧的制度根源。

事实上，日本、美国和英国的公共债务负担较欧元区更为严重，但因上述各国央行先后采取量化宽松政策，通过债务货币化化解主权债务负担，实现了债券市场的稳定，也反衬出欧元区主权债券市场的支离破碎和内在不稳定性。

四、希腊债务问题的解决对整个欧元区主权债务危机有全局性影响，迟迟未能妥善处理希腊债务重组问题是欧元区债务危机持续发酵的重要原因。

希腊债务危机一爆发，有分析家就指出，希腊遇到的不仅仅是流动性问题，而是希腊政府已经丧失了偿债能力的问题。解决希腊问题必须对其债务进行重组，免除相当一部分债务，将希腊总体负债水平降低到其经济发展可承受的程度。否则，继续借钱援助希腊，只能使该国负债水平越来越高，并加重未来债务重组时的损失。

但是，发达国家债务重组成本和代价都很高。欧元区各国的银行都交叉持有大量其他国家的主权债务，这意味着任何一国的主权债务违约都会对欧洲金融体系产生强烈冲击。若希腊违约，毫无疑问标志着欧元区集体信誉的污点，是欧元运行遭遇挫折的标志。违约，将在欧元区成员国中开创主权破产的先例，爱尔兰、葡萄牙等国也会跟着要求同样待遇，要求通过债务违约减轻本国民众负担。

恰恰由于担心希腊债务违约的巨大冲击，欧盟在希腊债务重组问题上采取了事实上的拖延战略，希望通过提供流动性为希腊争取喘息时间，避免债务重组。但是这种做法回避了核心问题，使希腊债务问题成为整个欧元区债务问题的一颗定时炸弹，对市场信心构成了严重影响。投资者除担心持有希腊债务银行的可能损失外，对欧盟处理债务违约的态度也心存

疑虑。

在第二次希腊救助决议中，欧盟采取模糊战略，打软重组的擦边球。要求银行自愿同意延长还债期限等软重组措施。既在一定程度上减轻了希腊的债务负担，又避免了正式违约，为希腊的财政紧缩和经济复苏争取了喘息机会。但是，这些措施只是把未来希腊国债到期偿付的高峰削平，并没有实质性减少债务负担，市场信心难以根本恢复。由于希腊与欧盟、国际货币基金组织三方频频采取违约边缘策略，相互拉锯，每一笔援助金额的偿付都构成了双方心理较量的关卡。市场信心在此过程中遭受进一步重创。

五、各国领导人受到本国民众民粹思想的影响，在应对危机过程中以谋求本国利益最大化为宗旨，尽可能推卸责任、转移负担，不惜加剧别国困难，牺牲联盟整体利益。

欧元区的建立、对于深化各国经济一体化、消除汇率波动、减少交易成本、降低融资成本、稳定和控制通货膨胀，都发挥了巨大作用。不仅边缘国家从中受益，包括德国在内的经济发达国家也赢得了市场份额和投资机会。德国在加入欧元区之后，欧盟内部贸易增长是对其经济增长贡献最大的部分。而欧元汇率的走软也为其对外贸易扩张创造了条件。因此，从总体上说，欧元区的成立对各成员国都是利大于弊，这也符合最优货币区的基本理论。

但是，债务危机的爆发，以及随之而来的财政转移使德国等国民众感到，自己节衣缩食节省下来的资金却被用于救助随意挥霍的邻居。他们对这种做法极为不满。欧元区核心国家的舆论把欧元区边缘国家描绘成货币联盟的包袱和负担，似乎它们没有做出多大贡献，却又不断索取。德国似乎在扮演无私奉献、舍己为人的角色。在这样有失偏颇的狭隘民意支配下，德国等国的政治家一再强调防范货币联盟中的道德风险，在欧盟援助边缘国家的方案中加入苛刻的条件，要求债务国采取严厉的紧缩措施。但是，过于严厉的财政紧缩严重抑制了消费需求，使债务国家的经济雪上加霜。长期来看，这推迟了欧洲经济复苏的步伐，而且把欧元区内部经济

调整的代价和成本过多转嫁给了债务国，增加了这些国家经济调整的困难和人民的负担，增加了发生政治上强烈反弹并导致改革进程中断和违约的风险。

六、欧盟以加强宏观经济政策协调为重点的经济治理结构改革难以平抑市场对主权债务违约的担忧。在欧洲经济持续低迷的形势下，加强团结互助是欧洲的希望所在。

欧债危机爆发以来，欧盟采取了一系列改革措施，完善欧元区经济治理结构，强化成员国之间宏观经济政策协调，强化财政纪律，防范新的经济不平衡的产生。同时，欧盟还设立了欧洲金融稳定机制，加快了常设欧洲稳定机制的立法步伐，计划于2013年下半年投入运行。这些措施为确保欧元区经济平稳运行、防止再次出现经济泡沫和过度举债提供了制度保证。虽然这些措施对于防范下一次债务危机有积极的预防作用，但是对于促进欧元区恢复增长、平抑目前市场对主权债务违约的担忧作用有限。

欧盟的改革应兼顾三方面原则：一是稳定市场信心、减少市场波动；二是降低融资成本；三是消除道德风险。然而，德国主导下的改革过分强调防范道德风险，对团结原则重视不够，似乎忽视了欧元区整体经济复苏对低成本融资的需求。

防范道德风险、严格财政纪律是维持货币联盟正常运转绝对必要的条件，是欧盟从危机中得出的最重要教训。但是，主权债务市场不同于其他市场最重要的一点就在于，主权债务应该是大容量、低收益、高安全性、良好流动性的结合。德国对欧元区其他成员国的主权债务违约持极其严厉的态度，同时又反对分担债务风险、发行统一的欧元债券。这种态度实际上在破坏欧元区债券市场的吸引力，把潜在投资者驱赶到美元等资产中去，最终只会推迟而非减少欧元区债券市场的动荡。

欧元从诞生之日起就是国际战略平衡的结果，欧元区债务危机的爆发也似乎是一种国际战略博弈的产物。随着欧洲债务危机的深化，人们似乎忘记了美国才是这场国际金融与债务危机的起源处。然而，美国的危机似乎并未结束。为了走出危机，美欧在激烈竞争，吸引新鲜资本。欧洲要摆

脱货币危机的困扰，最终似乎需要更进一步的财政一体化。方向虽然定出，但要具体落实还需时日。在这一过程中，隔岸观火、袖手旁观绝不应该是中国采取的态度，因为欧元的存亡关系到国际货币体系的平衡，关系到中国未来在国际舞台上的回旋余地。中国应该积极帮助欧盟国家走出危机，利用这一机会加强与欧盟国家的合作。促进欧盟走向更大的团结，在世界舞台上扮演更重要的角色符合中国对多极世界的理解，也符合中国的利益。

在为本书搜集材料的过程中，社科院欧洲所博士生赵柯给了我许多帮助，其中的某些分析也得益于他的一些看法。外交部欧洲司还为作者提供了去欧洲债务危机国调研的机会。在此一并表示感谢。当然，书中若有错误看法和不成熟的分析，皆因本人水平有限，尚希读者不吝指教。

序：欧盟能度过债务危机吗？

第一部分 危机演化过程

- 1.1 希腊债务危机是欧洲债务危机的导火索 / 4
- 1.2 欧债危机的“传染” / 9
- 1.3 银行与主权债务形成恶性循环 / 14
- 1.4 欧盟的援助行动为何那么迟缓？ / 20
- 1.5 欧元区危机经历了一个不断深化的过程 / 26

第二部分 危机造成的政治、社会后果

- 2.1 欧元区的债务危机导致政治危机 / 40
- 2.2 欧洲极端主义的崛起 / 51
- 2.3 债务危机引发欧洲国家“分裂潮” / 58
- 2.4 法德领导人新的磨合 / 62
- 2.5 保持希腊在欧元区的象征意义 / 71

第三部分 欧债危机中国际力量的博弈

- 3.1 欧洲人创建统一货币的国际战略设想 / 82
- 3.2 欧元出世前的疼痛——欧洲货币市场危机 / 88
- 3.3 欧元区债务危机的爆发是个现代“特洛伊木马”吗？ / 92
- 3.4 巴塞尔协议III会不会加重欧洲的债务危机？ / 96
- 3.5 塞浦路斯危机揭示出欧洲新的地缘政治游戏 / 102
- 3.6 英国能始终保持离岸市场的优势吗？ / 109
- 3.7 成也华尔街，败也华尔街 / 114

第四部分 走向更加一体化的欧盟

- 4.1 欧洲债务危机是世界地缘政治的重要游戏 / 125
- 4.2 欧洲央行的干预凸显了欧盟机制层面的作用 / 134
- 4.3 财政联邦化才是欧元区债务危机的根本出路 / 141
- 4.4 欧元区有无建立集合债券市场的可能？ / 147
- 4.5 欧洲银行联盟建设为何步履蹒跚 / 152
- 4.6 小步迈向欧洲财政联盟的计划 / 159
- 4.7 中国与欧元区的未来 / 165

第一部分 危机演化过程



这是2011年4月5日在德国法兰克福欧洲银行总部拍摄的欧元标志。

新华社发

The revelation of European debt crisis

从2010年底开始的这场欧元区的主权债务危机深深地影响了欧盟作为世界上最大的经济体、世界政治舞台上重要一极的发展方向。

希腊债务爆发时，人们以为希腊是个例外案例，因为希腊本来就属于因政治划界给划到欧盟里去的，进入欧元区要符合那些标准也有些勉强。前些年，欧洲经济形势好时，希腊沾了不少光，经济增长大幅加快，民众生活水平迅速提高，当然房地产泡沫的膨胀也起了很大作用。对于希腊债务危机，欧盟国家没太当回事，在救助希腊时就显得拖拖拉拉。结果希腊债务危机越拖越严重，本来给点救急贷款就可以解决了的事，却演变成了一场欧元区不断传染的主权债务危机。

金融危机有很强的传染性。20世纪80年代爆发的拉美债务危机，90年代发生的亚洲金融危机，都充分证明了危机的传染性。当金融危机或债务危机在一国发生后，国际投资者就会拿着放大镜仔细分析周边其他国家的财务、金融状况。如果发现相类似的情况，它们就会迅速从那些地方撤出，卖出手中掌握的金融资产。虽然这种行为本质上是为了自保，但大家都这么干，就造成了一种“羊群效应”，就形成了“墙倒众人推”的局面。本来有些国家的财政或金融形势虽不太好，但还不至于发生危机。这时候，如果外国投资大户产生了恐慌，拔腿就跑的话，就会带动中小投资者也跟着外逃，就会促发危机。

希腊危机爆发后，爱尔兰成为欧元区第二个受害者，随即葡萄牙也陷入了危机。紧接着西班牙、意大利也被国际投资者列为即将爆发危机的国家。这时候，原来欧盟和欧元区的那些设置已经无济于事，有关欧元区即将崩溃、欧元即将消失的谣言满天飞。甚至有些舆论已经在那儿预言，过若干年后，欧盟即将解体，欧洲各国将重新进入新一轮的战争准备，新的世界大战有可能再次在欧洲大陆爆发。

这时候，欧洲央行的决定，很大程度上稳定了欧元区的债务市场。欧洲央行作为欧盟层面上的机构，它的决策程序没有欧盟传统决策中的拖拉现象。它是欧元的货币发行当局，可以无限发行货币，足以阻嚇住市场上的那些投资（投机）者。然而，无论如何，欧洲央行的行动只可能起到短期效果，要想让欧元区真正走出危机，必须进行痛苦的结构性的经济改革，必须推动欧盟的制度性建设。

1.1 希腊债务危机是欧洲债务危机的导火索

欧洲债务危机的源头是希腊债务危机，正是希腊的债务危机引发了欧洲债务市场上一系列的连锁反应。

2009年10月初，希腊政府突然宣布，2009年希腊政府财政赤字将达到国内生产总值的12.7%，公共债务占国内生产总值的比例预计也将达到113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的年度财政赤字最多占GDP3%和公共债务总额不得超过GDP60%的上限。

随着这一消息的公布，惠誉、标准普尔和穆迪这三家最大的国际信用评级机构相继调低希腊的主权信用评级，希腊债务危机正式拉开序幕。

2009年12月8日，惠誉公司宣布，将希腊主权信用评级由“A-”降为“BBB+”，前景展望为负面，这是希腊主权信用级别在过去10年中首次跌落到A级以下。受此消息影响，全球股市应声下跌，希腊股市大跌6%，

欧元对美元比价大幅下滑，国际市场避险情绪大幅升温。

与此同时，惠誉公司还下调了希腊5家银行的信用等级。惠誉称，这一降级决定反映了“对希腊中期公共财政状况的担忧”。它认为，希腊金融机构的信誉不良，再加上希腊政府政策上的负面因素，难以确定希腊是否可获得“均衡、可持续的经济复苏”。

几天后，2009年12月16日晚，标准普尔公司也宣布，将希腊的长期主权信用评级下调一档，从“A-”降为“BBB+”。标普公司还警告说，如果希腊政府无法在短期内改善财政状况，有可能进一步降低希腊的主权信用评级。一周之内，希腊受到了二次信贷资格评级下调的打击。随后，最后一家国际大评级机构穆迪公司也将希腊的主权信用评级下调，列入负责观察名单。

随着主权信用评级被降低，希腊政府的借贷成本大幅提高。希腊和德国国债收益率差扩大至12年最宽，因持有希腊债券的投资者要求更高的溢价，短期德债收益率跌至欧元面世以来最低点。

希腊政府不得不采取紧缩措施，导致国内举行了一轮又一轮的罢工活动，经济发展雪上加霜。

债务危机爆发后，国际舆论开始指责希腊，认为希腊开始进欧元区时，就在政府账目上做了手脚，拿出了一份符合马斯特里赫特条约标准的账单。希腊进入欧元区后，享受了统一货币的好处，特别是希腊在债务市



2011年5月30日，希腊邮政银行的雇员在宪法广场议会大楼前集会，反对政府为应对债务危机而采取的紧缩措施。
新华社/法新