

欧债危机与欧元区制度改革： 回顾、思考与展望

◎王跃生 陈仪

摘要：欧元的诞生促进了欧洲经济的繁荣和稳定，然而欧元体系也不断经历着考验。2009年爆发的欧洲主权债务危机暴露出欧元体系存在严重的制度缺陷：在统一的货币、分割的财政下，成员国政府倾向于过度举债，也更容易爆发预期自我实现式的债务危机。欧元区领导层推出了多项政策和制度改革，包括激活和完善欧央行的最后贷款人功能，以及加强对成员国政府的财政约束并推进财政一体化。改革不无成效，但部分结构性因素的存在仍会影响欧元体系的长期稳定以及欧元的前景。

关键词：欧元；欧债危机；欧元区制度改革；欧洲一体化；欧盟

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

2024年是欧元诞生25周年。25年来，欧元总体发展较为顺利，欧元区不断扩容，欧元成为全球第二大交易货币和储备货币。欧元区经济也得益于

统一货币和统一的货币政策获得较为平稳的发展，GDP总额仅次于美国，为世界第二大经济体。

然而，在欧元诞生的四分之一世纪中，欧元体系也经历了种种风雨考验。特别是2009年爆发的欧洲主权债务危机，是欧元体系诞生以来所面临的最严重的挑战，一度为欧元体系的前景蒙上巨大的阴影。欧债危机暴露出欧元体系在顶层制度设计上存在重要的缺陷，欧元区领导层因此在危机期间及危机后推出了多项政策和制度改革。在欧元诞生25周年的今天，回顾、分析和思考这场危机及其应对与制度改革，仍然有着强烈的现实意义。欧元区在新冠疫情期间经历了巨大财政困难乃至危机，经济长期不景气加之地缘政治危机的冲击，使成员国债务危机又现端倪，这些将极大地考验欧债危机以后的改革成效，并为货币一体化理论与实践提供重要的经验和启示。

本文首先对欧债危机进行回顾，接着重点分析危

作者简介：王跃生，北京大学经济学院教授、博士生导师，北京大学—中国银行欧盟经济与战略研究中心主任；陈仪，北京大学经济学院副教授、博士生导师，北京大学—中国银行欧盟经济与战略研究中心副主任。

机暴露出的欧元区制度缺陷，此后详细介绍欧元区在危机期间及危机后推出的政策和制度改革及其成效，最后是对欧元体系及欧债危机的思考与展望。

一、欧债危机回顾

欧债危机爆发于2009年，但危机的种子在欧元区创立之初就已埋下。根据1992年签署的《马斯特里赫特条约》(The Maastricht Treaty)和1997年通过的《稳定与增长公约》(The Stability and Growth Pact)，一国成为欧元区的一员需要满足五大条件，包括三大货币端条件以及两大财政端条件：一是长期名义利率向利率最低的欧盟国家趋近；二是通胀率向通胀率最低的欧盟国家趋近；三是加入欧洲汇率机制，即本币锚定中心国货币；四是财政赤字与GDP之比降至3%以内；五是政府总债务与GDP之比降至60%以内。

从各国完成的情况来看，货币端的三大条件完成度较高，财政端的两大条件完成度较低且存在较大的国别差异。希腊的情况尤其特殊。由于五大条件无一得到满足，希腊并没能于1999年成为欧元区的创始成员国之一。虽然其他部分创始成员国也没有完全达到财政端的要求，其财政状况毕竟在不断改善中，而同期希腊的赤字和债务不仅没有下降，甚至还趋于上升。即便如此，希腊仍在2001年被接纳为欧元区成员国。

加入欧元区后，包括希腊在内的五个欧洲“边缘”国家（即被称为“欧猪五国”的意大利、西班牙、葡萄牙、希腊和爱尔兰，下文简称PIIGS）的政府开始对外大量举债。原因有三点：第一，PIIGS的政府有着推行福利政策的传统，存在刚性的福利支出。第二，加入欧元区后，由于货币政策统一收归欧央行，PIIGS的通胀率向德法等国趋近，又由于市场（过度）看好欧洲一体化的前景，PIIGS的长期国债收益率也向德法趋近，这意味着PIIGS的政府在财政状况不佳的情况下还能以德法那样的低利率借债。第三，最为关键的是，欧元区的基本制度特征之一是统一的货币、分割的财政。在这一制度安排下，上文提到的两大财政端条件只具有一定的事前约束力，而无法对已经加入欧元区

的国家施加实质性的约束（Martin & Waller, 2012；Pappa, 2020）。

2007年美国次贷危机爆发，很快演变成全球金融危机并进一步导致大衰退。从2008年开始，因为需要刺激低迷的经济并救助资产负债表受损的本国金融机构，欧洲各国的财政状况均出现恶化，引发了市场对各国政府能否按时足额偿还债务的担忧。2009年希腊新政府上台后，在审计过程中发现上一届政府公布的财政数据存在严重问题：财政赤字实际上高达16%，而非此前公布的4%。这一消息犹如一颗重磅炸弹震撼了整个市场。债权人开始停止对希腊政府进行债务展期并集体抛售希腊国债，希腊国债收益率差（对德国的利差）随之急速上升（2008年1月—2012年1月，希腊国债收益率差累计上升了3300个基点），信用违约互换（CDS）价格更如火箭般上涨。欧债危机正式拉开了序幕。在随后的两年多里，由于财政基本面糟糕，加之市场悲观情绪的扩散，PIIGS的其他四国也在不同程度上出现了类似的局面。

主权债务市场的动荡很快影响到银行系统。由于希腊银行持有60%的希腊国债，国债价格的一泻千里使得银行的资产负债表受到严重冲击，在债权人的挤兑下，银行的流动性迅速枯竭。欧洲其他国家的银行也持有为数不少的希腊国债（如德国银行持有8%，法国银行持有5%），就这样通过资产负债表的连接，一场局部危机渐有演变成系统性危机之势。2011—2012年，在危机达到高潮之际，欧央行终于决定下场充当最后贷款人，首先向受影响的银行提供长期优惠贷款，随后宣布在有必要情况下直接购买危机国的国债。2012年9月后，PIIGS的国债收益率差开始下降，危机终告平息。

综上所述，欧债危机的爆发和扩散是一系列因素共同作用的结果。一是欧元区的制度缺陷，在统一的货币、分割的财政这一制度安排下，主权债务危机的爆发绝非偶然。二是希腊等国政府的问题，包括刚性福利支出、财政纪律的废弛、市场约束机制的失效等。三是全球金融危机这一重大外部事件的冲击。四是欧洲复杂的金融网络为局部危机的扩散创造了条件。五是欧央行未能及时扮演最后贷款人的角色。

二、危机暴露出的制度缺陷

欧元区最重要的制度特征之一是统一的货币、分割的财政。正是这一制度安排为欧债危机的爆发提供了土壤，埋下了隐患。从理论角度看，上述制度安排至少会造成两方面的潜在问题。

（一）统一的货币、分割的财政容易导致成员国政府的过度举债

Chari & Kehoe (2007, 2008) 等指出，在欧元区体制下，成员国政府有更强的动力发债，容易形成过度举债的局面。这一论述背后的逻辑如下。首先考虑一个独立的非欧元区国家，如该国央行不愿或不能坚守稳通胀的承诺，则当政府的名义债务增加时，央行会主动或被动地增发货币，通过制造通胀来减轻政府的实际偿债负担。政府在事前决定债务水平时会权衡发债的收益和通胀的成本，通胀成本越高，政府越会自我限制发债的数量。

接着考虑欧元区的情况。由于财政政策各行其是，货币政策步调统一，上述“通胀约束债务”的机制无法有效运作。从一个角度看，对欧元区任一成员国政府来说，发债的收益由本国独享，由此导致的通胀却会波及整个欧元区，即通胀成本会由欧元区的所有成员国共同承担。这是一种负外部性。如果各国政府无视这一负外部性，则一定会过度举债，正如无视污染社会代价的企业会过度排污一样。换一个角度看，依 Aguiar et al. (2015) 的分析，欧央行会根据全欧洲的债务总量决定通胀水平，而各国政府在决定债务水平时会（理性地）忽略本国债务的增加对全欧债务总量的影响，从而会过度举债。

在部分学者看来，上述外部性问题是经典的最优货币区理论的一个重要缺失。除非货币联盟能在制度上对各成员国政府施加更强的财政约束，否则我们需要重新审视货币区的最优边界。

（二）统一的货币、分割的财政容易导致预期自我实现式的债务危机

与前文类似，我们通过比较美英日等非欧元区发达国家和欧元区成员国来阐释这一论述的逻辑。

美英日政府可以发行本币债，哪怕政府的债务水平非常高，市场也会认为一旦政府出现偿债困难，具有本币发行权的央行可以扮演最后贷款人的角色，通过直接购买国债的方式为政府纾困。因此从市场看来，这些国家的政府不会真的违约。在此预期下，债权人不会轻易地“挤兑”政府。

欧元区的情况则大相径庭。各成员国政府发行的是欧元债，而本国央行并没有欧元的发行权，因此政府发行的实质上是“外币债”。当政府出现偿债困难时，本国央行无法以最后贷款人的身份为政府注入流动性。正因为认识到这一点，市场不会无条件地信任这些政府的偿债能力。一旦负面冲击来临，或者财政基本面尚可但市场情绪莫名变得悲观，债权人便会“挤兑”政府，导致后者如事前预料的那样陷入偿债危机。这便是预期自我实现式的债务危机。

这种统一的货币、分割的财政易导致预期自我实现式的债务危机能得到数据的一定支持。例如，De Grauwe (2012) 指出，虽然次贷危机后英国政府的总债务与 GDP 之比明显高于西班牙政府，欧债危机期间被债权人“挤兑”的却是后者而非前者，即市场对负债更少的西班牙政府反而更不信任。Krugman (2012) 对丹麦、奥地利和芬兰进行了比较分析，发现虽然三国的财政状况类似，丹麦政府的借债成本却显著低于奥芬两国政府。Krugman 将此归因于奥地利和芬兰是欧元区成员国而丹麦不是，即便丹麦克朗严格地钉住欧元。Krugman (2014) 还指出一个有趣的事实：单看美英日等非欧元区发达国家会发现，这些国家的国债收益率与政府的负债水平无关，表明市场对这些国家的政府负债率并不敏感；但如果把目光转向欧元区成员国，则不难发现在欧元区范围内，国债收益率与政府负债水平呈现出显著的正相关关系——政府负债率越高，市场对政府的偿债能力越不信任。

另外值得一提的是，欧元区各成员国的央行除了无法充当最后贷款人以外，也没有常规货币政策的主导权。当遭遇（异质性）负面冲击时，本国央行无法通过降息和本币贬值来减少产出损失，政府不得不进行财政扩张来稳定经济，这会进一步加深市场对政府偿债能力的疑虑。

三、危机期间及危机后的欧元区制度改革

欧债危机的爆发表明欧元区在制度安排上存在不容忽视的缺陷。为了尽快走出欧债危机，并避免未来再次陷入类似的危机，欧元区领导层在欧债危机期间及危机后推出了一系列政策和制度改革。以下从两个方面介绍这些改革的内容和成效。

（一）激活和完善欧央行的最后贷款人功能

统一的货币、分割的财政易导致预期自我实现式的债务危机与欧元区各成员国的央行无法充当最后贷款人有关；至少在欧债危机爆发前，欧央行的最后贷款人功能处于锁定状态。因此激活和完善欧央行的最后贷款人功能成为欧元区制度改革的一大重点。传统意义上的最后贷款人功能指央行下场救助陷入流动性危机的金融机构。在该思想的指导下，欧央行先后于2011年年底、2012年年初两次进行长期再融资操作（Long-Term Refinancing Operations, LTRO），通过向重仓危机国国债的银行提供低利率的长期贷款来减轻这些银行的流动性压力。

LTRO取得了较为明显的效果，但危机并没有完全平息，危机国国债的收益率差在经历了一定幅度的下降后再次上扬。面对再度恶化的局势，时任欧央行行长德拉吉于2012年年中公开表态欧央行将“不惜一切代价”捍卫欧元。随后欧央行推出了直接货币交易（Outright Monetary Transactions, OMT）计划，向市场表明欧央行随时准备入市直接购买国债，为危机国政府和国债持有人提供不设上限的流动性支持的决心。OMT计划自公布之日起便产生了立竿见影的效果，危机国国债的收益率差应声下降，此后未再反弹。值得一提的是，在这一过程中欧央行实际上并没有大规模购债（Aguar et al., 2015；De Grauwe & Ji, 2022），OMT计划的公布本身即在相当程度上恢复了投资者的信心及其国债需求，这反过来说明欧债危机确实具有预期自我实现的特点。

LTRO和OMT计划是欧洲走出欧债危机的关

键举措，欧央行的最后贷款人功能也因此从制度上得到确立。这一功能在2020—2022年新冠疫情期间再次发挥了关键作用。面对疫情对各国财政造成的严重影响，欧央行及时推出一项名为“疫情紧急购买计划”（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）的大规模购债计划，成功地维持了欧洲国债市场的稳定，避免了主权债务危机的再次爆发（De Grauwe & Ji, 2022）。

当然，欧央行最后贷款人功能的激活也并非没有代价，因为事前的救助承诺会产生道德风险问题，如助长各成员国政府不负责任的举债行为。一国在制度上确立央行对金融机构的救助义务时往往会推出配套的金融监管改革。同理，欧央行对各成员国政府的救助承诺也应该辅之以更严格的财政纪律要求以及更紧密的财政合作。后者正是欧元区制度改革的另一条主线。

（二）加强财政约束，迈向财政一体化

欧央行的最后贷款人功能为欧元区各成员国的政府提供了隐性担保，能够在一定程度上防止预期自我实现式的债务危机，可视为潜在问题二的有效解决方案。但欧央行的救助承诺无助于潜在问题一的解决——非但无法阻止，甚至还可能助长政府的过度举债。这一问题的解决必须诉诸财政端的深化改革。

早先欧元区的财政约束框架主要由《马斯特里赫特条约》《稳定与增长公约》及其系列修正案中的相关条款组成。2012年3月，25个欧盟成员国共同签署了《稳定、协作与治理条约》（The Treaty on Stability, Coordination and Governance）。作为欧洲经济与货币一体化的第三份纲领性文件，该条约进一步加强了对各成员国政府的财政约束。财政预算方面，引入强制性预算平衡规则，成员国须致力于实现财政预算的平衡或盈余，结构性财政赤字须符合本国特定的中期目标，且不得超过GDP的0.5%，严重不达标者将触发自动纠正机制；进入过度赤字处置程序的成员国须向欧洲理事会和欧盟委员会提交一份计划，详细说明削减赤字所需要的结构性改革。政府债务方面，如政府总债务超过GDP的60%，则成员国有义务以年均1/20的速度缩小

实际负债水平与目标水平间的差距；在发行新债前，成员国须向欧洲理事会和欧盟委员会汇报其发行计划。

统一的货币、分割的财政是上文指出的两大潜在问题的制度根源。财政一体化或许才是种种问题的终极解决方案（De Grauwe & Ji, 2022；孙海霞、徐佳，2023）。一方面，通过将债务发行权收归中央机构，并以整个区域的税收和欧央行的货币发行权为担保，财政一体化既能够从根本上杜绝各成员国政府的过度举债行为，也能够有效防止预期自我实现式的债务危机。另一方面，通过在区域内部建立财政转移机制，财政一体化还能够帮助各成员国应对异质性冲击，降低货币一体化的成本（Krugman, 2012）。但就欧元区的现实情况而言，财政一体化的政治条件远未成熟，短期内还无法成为现实。2020年欧盟推出下一代欧盟（Next Generation EU, NGEU）计划，通过发行由所有成员国政府联合背书的共同债券来支援陷入财政困境的成员国政府。这是欧洲第一次发行此类债券，可视为欧盟迈向财政一体化的重要一步。

四、结语

欧元区的创立是人类经济上一次重大的货币一体化实践，也是欧洲一体化进程的一个里程碑事件。欧元的诞生促进了欧洲经济的繁荣和稳定，然而一场突如其来主权债务危机暴露出欧元区的顶层制度设计存在重要缺陷。欧元区领导层有针对性地推出了一系列改革，目前看取得了一定效果，但后续仍需要在实践中接受检验。当前，在全球经济复苏乏力和地缘政治冲突加剧的大背景下，欧元区部分国家再次面临财政紧张的局面，如法国和意大利的政府债务与GDP之比均超过100%，财政赤字分别高达5.5%和7.4%，我们需要密切关注局势的进一步发展。

一种货币的国际地位归根结底是由货币发行国的综合国力决定的。对欧洲来说，欧元的未来在相当程度上取决于欧洲一体化的程度。欧洲的一体化进程已进入“深水区”，吸引力和排斥力已大体形成均势。虽然进一步统合的主观意愿和客观条件仍

然存在，但由于根深蒂固的内部结构性差异，欧洲或许永远无法达到中国或美国的一体化程度，永远无法成为“欧洲合众国”（The United States of Europe）。因此在可预见的将来，欧元不大可能取代美元现有的国际地位，或者人民币将要取得的国际地位。

参考文献：

- [1] 孙海霞、徐佳. 欧债危机的终结 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2023
- [2] Aguiar M, M. Amador, E. Farhi & G. Gopinath. Coordination and Crisis in Monetary Unions[J]. Quarterly Journal of Economics, 2015, 130(4):1727-1779
- [3] Chari, V. V. & P. J. Kehoe. On the Need for Fiscal Constraints in a Monetary Union[J]. Journal of Monetary Economics, 2007, 54: 2399-2408
- [4] Chari, V. V. & P. J. Kehoe. Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2008, 40(7): 1329-1355
- [5] De Grauwe, P. The Governance of a Fragile Eurozone[J]. Australian Economic Review, 2012, 45(3):255-268
- [6] De Grauwe, P. & Y. Ji. The Fragility of the Eurozone: Has It Disappeared? [J]. Journal of International Money and Finance, 2022, 120(C): 102546
- [7] Krugman, P. Revenge of the Optimum Currency Area[R]. NBER Macroeconomics Annual, 2012, 27:439-448
- [8] Krugman, P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises[J]. IMF Economic Review, 2014, 62(4): 470-493
- [9] Martin, F. M. & C. J. Waller. Sovereign Debt: A Modern Greek Tragedy[R]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2012
- [10] Pappa, E. Fiscal Rules, Policy and Macroeconomic Stabilization in the Euro Area[R]. 2020

（责任编辑：辛本胜）