



财经论衡
胡祖六

欧元保卫战

希腊、爱尔兰、葡萄牙，接下来是意大利和西班牙，一张张多米诺骨牌相继倒下。这些经济基本面较差、财政基础脆弱的高福利国家长期入不敷出、债台高筑，如今在经济不景气的阴云下最终爆发债信危机。如何把握“道德风险与系统性风险”和“救援与改革”之间的平衡取舍？欧盟站在十字路口。

古希腊古罗马文明是欧洲文明的基石。意大利文艺复兴曾为欧洲的工业革命拉开了序幕。但是，当前发生在希腊和意大利的债务风暴正在席卷整个欧洲大陆，有可能动摇现代欧洲的基础——政治和经济的联盟与统一的货币。一年多来，欧元区主权债务危机一波未平，一波又起，先是冲击希腊，然后是爱尔兰、葡萄牙，之后又回到希腊。就在欧盟绞尽脑汁探求稳定希腊危急局势的当口，市场的担忧开始聚焦于意大利和西班牙——欧元区的第三与第四大经济体。

风起于青萍之末

意大利的情况尤其令人担忧。希腊债务问题固然棘手，但和意大利比起来实为小巫见大巫。意大利是欧元区最大的债务国，政府债务余额约为1.9万亿欧元（折合约2.6万亿美元），是希腊的5倍以上，占意大利

作者为春华资本集团主席、清华大学中国经济研究中心主任兼教授、香港特别行政区策略发展委员会委员。

利GDP的120%。其债务规模在国际上名列第三，仅次于美国和日本。最近，意大利10年期政府债券的利息率急剧飙升至6%，与德国政府同类债券的利差超过300个基点，创下1999年欧元诞生以来的最高纪录。还本付息成本的急剧上升，使意大利步入了希腊式的困境。一旦意大利发生了债券违约拖欠，其冲击波的强度与波幅将远远超过希腊危机，可能引发所有欧元债券及欧元区金融资产的大规模抛售，欧元区本就有欠稳健的银行体系将遭遇可能比雷曼破产还要严重的冲击，希腊、爱尔兰、葡萄牙自然在劫难逃，西班牙与意大利的多家银行也将面临倒闭风险，而德国与法国的银行机构可能也不堪承受其带来的巨大损失。简言之，一场系统性的金融危机将在欧元区全面爆发，欧元的末日可能真正来临。

欧元区主权债务危机的根源是一些成员国经济基本面差，财政基础脆弱，政府债务规模过大，问题主要集中于南欧国家，包括希腊、葡萄牙、西班牙和意大利。这些国家在加

入统一货币体系后，享受了单一货币的好处，本国狭小的债券市场融入了统一的欧元市场，流动性显著增加，融资成本不断下降。同时，它们每年还能从欧盟得到金额可观的经济援助与补贴，实际上是德国、荷兰、法国等北欧国家提供的财政援助，相当于政府间的“转移支付”。

但始于2008年的全球经济衰退阴云未散，欧元区经济极不景气，南欧国家财政状况迅速恶化，债务占GDP的比重开始显著攀升。以希腊为例，政府债务占GDP的比重由2009年的110%上升到了2011年上半年的160%。金融市场意识到这是不可持续的债务趋势，不再把希腊债的信用风险与德国或芬兰债混为一谈，因此希腊新的借债息差显著扩大，二级市场的债券价值不断缩水，信用违约风险急剧上升。

在希腊债务频频告急的形势下，希腊政府黔驴技穷，而欧盟则反应迟缓，德国等一些北欧政府起初甚至表现出一副事不关己的漠然态度，无疑加剧了投资者的恐慌。于

是，欧元区较弱的经济体——如爱尔兰、葡萄牙，很快陷入了希腊式的漩涡之中难以自拔。到目前，欧元区主权债务危机进入了一个新的更深层次的危险阶段。让市场惶惶不可终日的已不再是无足轻重的欧罗小国——葡萄牙、爱尔兰和希腊，而是人口与GDP规模都膨胀了数倍的欧盟大国——西班牙和意大利。

欧元是欧洲在第二次世界大战后政治与经济一体化的最重要成果。然而，尽管欧洲一体化的设计师们设想周全，制定了罗马条约、马斯特里赫特条约，建立了欧洲央行等，但缺乏统一的财政预算成为欧元区最严重的制度软肋。在欧元区不断蔓延的主权债务危机面前，各国基于国内政治考虑，更多将自身利益置于欧盟之上，布鲁塞尔显得无能为力。

欧盟的“雷曼”时刻

欧债烈火不断蔓延，越烧越大，越烧越广，现已威胁到欧元这座殿堂自身的生存。如何化解这场日趋恶化的危机，是欧盟成立以来面临的最严峻考验。控制和扑灭这场大火需要政治的魄力和金融的智慧，其中最关键的是如何把握“道德风险与系统性风险”和“救援与改革”的平衡取舍。

单纯从避免道德风险的角度出发，最佳的方案是任其债务违约。违约后，债务危机的成本不只是由财政稳健国家的纳税者承担，欧洲的银行、全球养老基金、保险公司、中国的外汇管理机构等投资者都将被“剃头”，蒙受损失。这样的结果无疑将促使债券持有人痛定思痛，汲取教训，更加关注信用风险。而希腊等违约国将得到应有惩罚，被逐出国际债券市场，或者至少未来借债成本将大大攀升。阿根廷、墨西哥、巴西、乌干达等拉美与非洲负债国家的经验

表明，债务豁免虽免除了债务国短期的痛苦，但带来了长期的负面后果：对举债的习惯性依赖、自律与效率的缺乏和经济增长的趋势性下滑。

但若任由希腊等国违约，将会严重打击投资者信心，冲击整个欧元区的银行体系和全球金融市场，造成巨大的系统性风险。美国小小次按房贷就触发了全球金融危机，面包房起火烧了整个罗马城，谁能担保希腊、意大利的债务问题不会蔓延至整个欧元区、动摇欧元基础，从而触发新一轮系统性金融危机呢？2008年9月雷曼事件后，欧洲领导人曾猛烈抨击美国政府的危机处理方式，风水轮流转，现在是欧盟骑虎难下，进退两难的“雷曼”时刻了。

救援与改革的现实平衡之道

希腊、意大利等国在欧盟体系中多年享受补贴与转移支付，寅吃卯粮，舒服日子过惯了。一向节俭、财政保守的德国人自然不乐意不断为大手大脚的希腊或意大利埋单。如果德国、法国等北欧纳税人继续慷慨解囊，一轮轮地伸手救援，固然可以暂时帮助希腊挺过难关缓解危机，但频频救援会造成严重的道德风险，类似问题今后可能在欧元区不断重演，拖累欧元区最强的经济体——德国与法国的财政及其债信，引起德国等财政稳健国家纳税人的强烈反感与抵触。

然而，如果德国与欧盟袖手旁观，任由希腊违约，则爱尔兰与葡萄牙将步希腊后尘，遭灭顶之灾。更糟的是，作为欧盟第三和第四大经济体的意大利和西班牙也将卷入烈火的中央。如此一来，欧元区1/3的经济体可能发生主权债务违约事件，欧元顷刻面临生存之虞，65年来的欧洲宏大整合计划可能付诸东流。德国总理默克尔或任何一位欧洲政

治领导人可能都不愿看到欧元断送在自己手上。

因此，政治上和经济上更为现实的选择是一个折衷方案，即通过欧盟与IMF的联手大规模援助，为危机国家提供充足的紧急流动性，确保其公债还本付息的能力，从而稳定金融市场与投资者信心。同时，以援助计划为条件施加强大的压力，推动债务国财政与经济结构改革。具体而言，希腊等国必须实施中长期财政紧缩计划，勒紧裤带过日子，削减公共开支和国民福利，实现预算基本盈余达到GDP的3-6%水平。同时，推进经济改革，特别是国有资产私有化，吸引外国投资，鼓励国内私人部门投资，重启经济增长。韩国在1997-1998年亚洲金融危机期间，接受了IMF的500亿美元援助，之后韩国咬牙进行了极端痛苦但深入而成功的债务重组与改革，较快地赢回了投资者信心，稳定了金融局势，恢复了经济增长。韩国债务重组的成功案例值得欧盟借鉴。

条条大路通罗马。全球金融市场正在拭目以待，欧盟能否在愈演愈烈的欧债危机关键当口，凝聚政治共识，果断对危机国家提供充足紧急流动性援助，稳定投资者信心，降低债务真实利息水平，使危机国家有一个机会窗口进行结构改革，达到既化解当期债务危机，又控制中长期道德风险，维系欧元区金融稳定的目标。不管最终结果如何，目前正发生在希腊和意大利半岛的债信危机事件将有可能再次改写欧洲历史。不过，这次改写欧洲历史的，不是古希腊古罗马灿烂的文化——建筑、雕塑、哲学、奥林匹克、神话等，而是现代希腊和意大利等国不负责任的公共财政政策。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 xincaifu@p5w.net。