

周弘主编：《认识变化中的欧洲》，中国社会科学院国际研究学部集刊【第6卷】，社会科学文献出版社，2013年8月

欧债危机下欧洲经货联盟治理结构转型¹

陈新

内容提要：欧债危机对欧洲经济的一个重大影响是强化欧元区经济治理的制度建设，进一步推进欧洲经济货币联盟的一体化建设。欧债危机将欧元区治理结构的弊端暴露得充分无遗。欧洲经货联盟在制度设计上只是处于初期状态。从经济政策角度来看，还仍然处于原始的经济政策协调时期，离经济联盟相距甚远。从货币政策角度来看，货币联盟也不是真正意义上的货币联盟，它只实现了单一货币，而单一货币政策也只是实现了单一汇率和以抗通胀为主旨的价格稳定政策。欧债危机爆发三年来，欧洲人在欧元区治理的制度建设方面迈出了许多步伐，力图弥补制度设计上的缺陷，推动经货联盟一体化建设的进一步深化，具体表现为：一强化了欧元区政治协调；二设立救助机制，并永久化；三在货币联盟方面，欧洲中央银行逐渐演变成“准最后贷款人”；四推出财政公约，以期从制度上根治债台高筑的状况；五增长契约成为《稳定与增长公约》中不可分割的部分；六设立单一监管机制，推进欧洲银行业联盟建设。欧元区治理结构的改革还远未结束，欧洲的改革缺乏顶层设计和完整的方案。欧盟理事会主席范龙佩于2012年10月发布了《走向真正的经济和货币联盟》文件，提出要建立真正的经货联盟，必须实现4大整合，即金融、财政、经济和政治领域的一体化。欧盟2012年12月峰会确定将在2013年6月的夏季峰会上讨论实施细节和路线图。

关键词：欧债危机 欧洲经济货币联盟 经济治理 希腊债务危机

欧洲主权债务危机（简称欧债危机）始于希腊主权债务危机。欧元区治理结构的缺陷助长了危机在欧元区内不断扩散，一个又一个欧元区成员国在危机中倒下，欧元自身也经历了自诞生以来最大的冲击。欧债危机揭示了欧元区一些国家公共财政的不可持续，同时也将欧元区治理结构的弊端暴露无遗。因此，欧洲国

¹ 本文为中国社会科学院欧洲研究所创新工程《欧洲转型与世界格局》子项目《全球经济版图重构下的欧洲》第一模块“欧洲经济治理”的阶段性成果。文章曾发表在《欧洲研究》2012年第3期，原题目为“欧债危机：治理困境与应对举措”，现又基于欧洲经货联盟经济治理改革的新进展做了相应更新和补充。

家要走出债务危机，短期内需建立防火墙，控制危机大蔓延，同时大力削减公共财政赤字，尽快恢复市场信心；中期则需改进欧元区的治理结构，加强财政协调和监督；若要最终走出危机，还需提高经济竞争力，促进经济增长，促使公共财政走入良性循环。

一 欧洲债务危机的四个阶段

欧债危机已经持续三年多时间，从其发展的特点看，可以把它分为四个阶段。

第一阶段，2009年10月至2010年5月。这一阶段主要表现为希腊主权债务危机。在这一时期，由于缺乏救助机制，导致危机不断扩散，最终于2010年5月初引起欧元的急剧动荡。在这种情形下，欧元区成员国联合国际货币基金组织（IMF）共同推出了1100亿欧元的救助希腊机制。这种救助机制以双边协定的方式提供，而不是以欧盟的名义。但债务危机的险情并未平息，市场继续动荡，因此一周之后，欧盟又联合IMF推出了7500亿救助机制。

第二阶段，2010年5月至2011年7月。这一阶段的特点是，欧元区在拥有救助机制的情况下，却依然是一个国家接着又一个国家遭遇危机，欧洲救助机制的有效性受到质疑。2010年11月，爱尔兰在市场的冲击下爆发危机；2011年3月，葡萄牙随之倒下。究其原因，是因为欧洲的救助机制在面对市场冲击时无法发挥有效救助的作用，更多的是起到“扑火”的作用。

当市场对某个国家的偿债能力产生怀疑时，该国在国债市场的筹资能力就会急剧下降，甚至可能因发债成本过高而筹集不到资金，造成国债滚动的中断，债务危机由此爆发。但在危机爆发前，欧洲救助机制是起不了向受到冲击的国家紧急提供流动性的作用。7500亿救助机制中4400亿为欧洲金融稳定基金（EFSF），它只能在受到冲击的国家倒下之后，再等上1-2个月通过发行EFSF债券筹得资金后，转交给该国。眼看危机的大火愈烧愈烈，该机制却无能为力。因此，欧盟虽然有了救助机制，但在应对市场的反应上依然是滞后的。

在2011年7月21日欧元区首脑会议上，欧盟对欧洲救助机制的实施制定了新的方案，对EFSF进行扩权，同时也进行了扩容。扩权包括预防性操作以及在一级市场和二级市场进行购买债券行动，平息市场混乱，提升市场信心。扩容是把EFSF的有效资金从2500亿欧元增加到4400亿欧元。

第三阶段，2011 年 8 月至 2012 年上半年。在这一阶段，危机表现在三个层面：一是希腊问题不断成为话题，该国危机依旧没有得到解决；二是危机已经开始冲击意大利和西班牙这些欧元区较大的经济体，甚至冲击到法国；三是危机开始向银行业蔓延。

2011 年 8 月之前，欧洲遏制危机蔓延的思路主要是建造防火墙，也就是危机救助的问题。但 8 月份之后，希腊去留问题反复勒紧市场的神经，与此同时，危机迅速从欧元区边缘国家向欧元区核心国家、欧洲银行业蔓延。欧元区治理结构的弊端充分暴露在市场面前。在这种背景下，市场对欧洲的不信任感快速蔓延，大批资金撤离欧洲，流动性匮乏成为主要表现，市场对欧元区是否崩溃的质疑越来越强烈。欧债危机愈演愈烈。

第四阶段，2012 年 8 月底至今。这个阶段的重大标志有二，一是欧洲央行于 8 月宣布推出无限量购买债券计划（OMT），在一定意义上充当了准最后贷款人的角色，二是德国宪法法院于 9 月为永久性的救助机制--“欧洲稳定机制”以及“经货联盟的稳定、合作和治理条约”（又称“财政条约”）放了绿灯，为这两项举措的实施扫清了最后障碍。市场信心得以恢复，欧元区崩溃的传言不攻自破，欧债危机的形势得以缓和。欧洲人也腾出手来，从疲于应对危机转向深化欧元区的治理改革。

二 债务危机与欧元区的治理

自希腊 2009 年 10 月爆发主权债务危机后，危机影响逐步扩散，并波及整个欧元区，一个又一个欧元区成员国为债务危机所击倒。本来看好的欧元，为何表现得如此脆弱？这跟欧元区的治理结构有很大关系，具体表现为：

第一，欧元区实行的是统一的货币政策、分散的财政政策。欧元区 17 国实行统一的货币，货币权交由欧央行行使，但财政政策仍由各成员国自己掌握。有货币联盟而无财政联盟。为此，欧盟试图通过《稳定与增长公约》来对欧元区成员国的财政政策进行限制。《稳定与增长公约》规定了政府债务占 GDP 的比例不能超过 60%，赤字不能超过 3%。但很遗憾的是，《稳定与增长公约》中的规定执行不力，甚至象德国、法国这些大国竟率先违规，这为其他国家债台高筑埋下了隐患。

若要从根本上解决债务危机，需要在财政政策方面深化一体化的步伐。欧盟已经开始实施一系列措施，来加强经济政策协调、预算监督，以及实行自动惩罚机制。这些都是对治理结构的调整。虽然目前在税收一体化方面还不能指望有很大的进展，但至少在财政政策协调和监督方面已经向前推进。2011年12月9日，欧盟峰会提议的“财政契约”（后改称“财政条约”）更是向有法律约束性的方向迈进一步。在2012年1月30日的欧盟峰会上，欧盟成员国中有25国就“财政条约”的具体条款达成一致，并于3月2日欧盟峰会上签字后递交各国议会批准。²“财政条约”的签署将在中期层面为欧洲走出债务危机、实现财政可持续发展奠定基础。

第二，正是由于欧元区没有实行统一的财政政策，因此，欧洲央行无法象美联储那样，在危机到来时可以充当最后贷款人。

欧盟的中央银行（欧洲央行）可能是世界上最独特、也是最独立的中央银行，它的唯一宗旨就是保持货币稳定、防止通货膨胀。因此，在面对政府主权债务导致的危机时，只有在危机危及欧元的稳定和存亡时，它才有义务干预。在不具备紧密的财政联盟和经济政府的情况下，欧洲央行最后贷款人的作用只能是空谈。

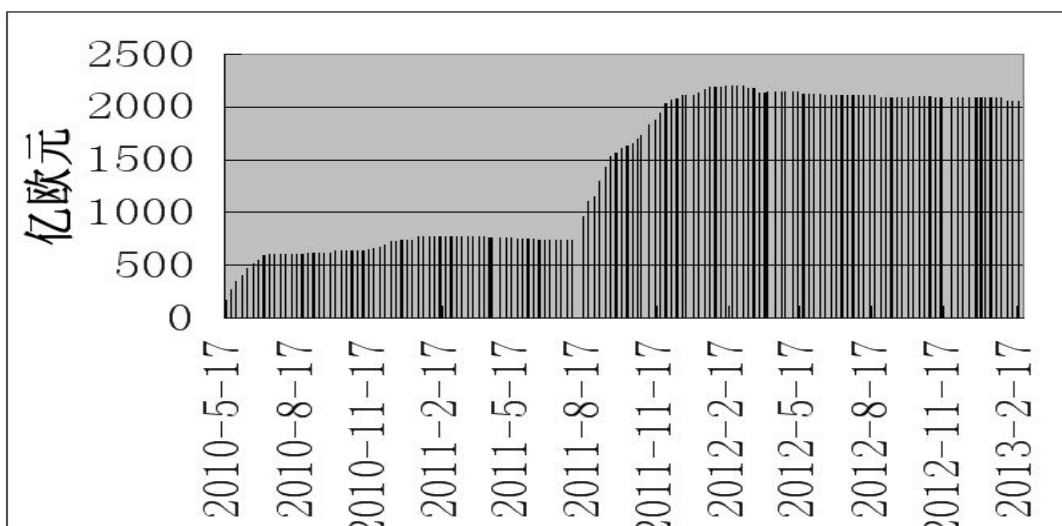
但这并不意味着欧洲央行的不作为。欧洲央行虽然没有义务对政府债务负责，但维护货币稳定和金融系统的稳定却是其固有的职责。在2010年5月危机严重危及欧元稳定时，欧盟联合IMF推出7500亿欧元的救助机制当天，欧洲央行就宣布采取2项配套举措，稳定局势。其一是从二级市场购买希腊债券，稳定市场信心，其二是取消对希腊债券的评级限制，以便欧洲商业银行能够继续将希腊债务作为抵押从央行贷款。³此后，在爱尔兰、葡萄牙陷入危机时以及意大利和西班牙受到危机冲击时，欧洲央行继续从二级市场购买上述国家的国债，试图稳定市场，避免市场出现抛售狂潮。2010年底，欧央行从二级市场购买的债券达735亿欧元，2011年底累计达2110亿欧元。⁴

图1 欧洲央行债券市场操作（2010年5月至2013年2月）

² European Commission, "Fiscal compact signed: Strengthened fiscal discipline and convergence in the euro area". Press Release, doc128454, Brussels, 2 March 2012.

³ ECB Press Release, "ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets", 10 May 2010.

⁴ European Central Bank, "Summary of ad hoc communication related to monetary policy implementation issued by the ECB since 1 January 2007", <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>。最后一次访问于2012年3月25日。



资料来源：作者根据欧央行公布的数据整理。详见 <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>。

除了在二级市场的操作之外，欧洲央行 2011 年秋季还采取了一系列措施稳定市场：一是连续 2 次调低利率⁵；二是将存款准备金率从 2% 下调至 1%⁶；三是将银行到欧洲央行作贷款抵押的门槛降低，在一定程度上同评级机构的债券评级脱钩⁷；四是重新恢复同美元的互换并两度联合全球五大央行，共同向欧元区提供美元流动性⁸。这些举措虽然一定程度上缓解了危机的蔓延，但仍无法应对欧元区流动性的匮乏，因此，欧央行于 2011 年 12 月初决定，通过货币政策工具--长期再融资操作（LTRO）分 2 次向欧洲银行业注资，增加流动性⁹。

第三，危机爆发初期，欧洲缺乏救助机制，有了救助机制后，未能有效发挥作用。

希腊并不是最早寻求救助的欧洲国家。在 2008 年和 2009 年，欧盟曾向匈牙利提供 65 亿欧元¹⁰、向拉脱维亚提供 31 亿欧元¹¹、向罗马尼亚提供 50 亿欧元的

⁵ 第一次降息为 11 月 3 日，从基准利率 1.5% 降到 1.25%。第二次降息为 12 月 8 日，基准利率降到 1%。请参见欧央行的新闻公告。

⁶ 欧央行 2011 年 12 月 8 日新闻公报。

⁷ 欧央行 2011 年 12 月 8 日新闻公报。

⁸ 欧央行于 2011 年 9 月 15 日联手美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行，计划到年底前向市场分 3 次提供为期 3 个月的短期流动性。11 月 30 日，欧央行再次联手加拿大央行、英国央行、日本央行、美联储和瑞士央行，降低美元货币互换的价格并将货币互换延至 2013 年 2 月 1 日，此外还将视情持续向市场提供为期 3 个月的流动性。请参见欧央行相关新闻公报。

⁹ 欧央行 2011 年 12 月 8 日新闻公报。

¹⁰ 2008 年 11 月 4 日，欧盟向匈牙利提供 65 亿欧元的救助。

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13495_en.pdf

¹¹ 2009 年 1 月 20 日，欧盟向拉脱维亚提供 31 亿欧元的救助。

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13874_en.pdf

救助¹²。这些国家陷入危机并没有给欧元区或者欧盟带来巨大的动荡，很重要的原因是欧盟有救助非欧元区成员国的机制，这是其一；其二是这些国家不是欧元区的成员。而希腊危机之所以带来如此大的动荡，一个重要的原因是欧元区自身缺乏救助机制。因此，当希腊危机爆发时，欧盟确实手足无措。

在欧元区成立之初，欧盟决策层和学术界就是否有必要建立货币联盟成员国违约救助机制进行过讨论。讨论结果是，设立救援机制会进一步加大货币联盟成员国的道德风险，同时干扰市场预期。因此，欧盟不希望建立救助机制，而力图以《稳定与增长公约》来约束成员国的财政开支，降低和避免成员国的违约风险。但《稳定与增长公约》执行不力，而且，2008 年金融危机下实施的财政刺激计划更使欧元区这种制度设计上的弊端暴露无遗。

2010 年 5 月，欧盟联合 IMF 先是向希腊提供 1100 亿欧元的救助，一周后又推出了 7500 亿欧元针对欧元区的救助机制。由于制度设计原因，在危机冲击某些欧元区国家时，救助机制无法发挥救助作用，眼睁睁看着债务危机大火烧完后，才能出手，参与灾后重建。因此，2011 年 7 月 21 日的欧元区首脑会议决定为欧洲金融稳定基金提供新的授权和扩容。¹³扩权主要表现为可在一级和二级市场进行操作，并在必要情况下进行预防性操作。扩容是把 EFSF 的有效资金从 2500 亿提高到 4400 亿¹⁴。经过扩权和扩容后，EFSF 在应对市场冲击方面将拥有更大的能力。2010 年 10 月中旬，EFSF 的扩权和扩容方案得到了欧元区 17 国议会的批准，但此时，危机的大火已经开始向欧洲银行业蔓延，EFSF 的容量出现明显不足。鉴于再次扩容的可能性不大，因此只能通过金融杠杆的方式提高 EFSF 的有效使用率。10 月 26 日欧元区又决定通过杠杆化方式最大程度地发挥 EFSF 防火墙的效用。¹⁵这些都是在完善救助机制方面做出的努力。

第四，欧债危机不仅仅是经济和财政问题，跟欧盟、欧元区以及成员国复杂的政治架构有密切关系。

欧洲复杂的政治架构阻止了欧盟迅速拿出有效解决方案，给市场投机留下了可操作的空间。基辛格在说到“欧洲外交”时有句经典的比喻，找欧洲不知道应

¹² 2009 年 6 月 23 日，欧盟向罗马尼亚提供 50 亿欧元的救助。

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15409_en.pdf

¹³ Council of the European Union, Statement by the heads of the state or government of the Euro Area and EU institutions, Brussels, 21 July 2011.

¹⁴ 欧洲金融稳定基金（EFSF）自身的容量为 4400 亿，但若需要享有 3A 评级，有效使用资金最多为 2500 亿。

¹⁵ Euro Group Summit, Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011.

该打哪个电话号码。同样，在这场危机中我们也看到这方面的问题：巴罗佐、范龙佩、雷恩、特里谢（现为德拉吉）、默克尔、萨科齐（现为奥兰德），还有受到危机冲击国家的领导人、议会、本国央行、财政部等等，他们发出的是不同的声音，令人眼花缭乱。这些不同的声音向市场发出混乱的信号，使市场信心不断下降，市场的投机性不断增长，危机不断扩散。这样，欧元区一个个国家的偿债能力受到市场质疑，危机愈演愈烈。欧洲不仅在外交上需要做到用一个声音说话，在解决债务危机方面，也需要用一个声音说话。但这需要财政联盟乃至政治联盟的支持，而通往这个方向的道路还很漫长。

因此，欧盟复杂的政治架构决定了在欧债危机问题上，无法指望欧盟能够出台“立竿见影”的方案。

第五，欧洲复杂的法律体系成为阻止危机蔓延的障碍。

这不仅涉及欧盟法，还涉及成员国的法律，尤其是德国的宪法和法律。欧盟条约中有不救助条款，德国法律中也规定不能在欧盟的框架下对他国实施救助，除非危机危及自身的经济或者危及欧元。因此，2010年5月，德国到了最后一刻才同意提供对希腊的救助，因为此时危机已经对欧元产生了重大影响，欧元对美元的汇率从年初的1:1.40下降到了1:1.19。

图2 欧债危机冲击下欧元/美元汇率变化



资料来源：新浪网，<http://finance.sina.com.cn/money/forex/hq/EURUSD.shtml>

同样,针对 7500 亿欧洲救助机制中的 4400 亿的 EFSF,德国宪法法院到 2011 年 9 月 7 日才做出裁决,判定德国参加 EFSF 没有违反德国宪法,但与此同时,该判决将德国参与 EFSF 的具体决定权交给了德国联邦议会预算委员会。¹⁶因此,今后 EFSF 的重大决定需要看德国议会预算委员会的态度。

2011 年 10 月下旬举行的欧盟峰会,4 天内开了 2 次峰会,创下了欧盟历史上的记录,主要原因就是 10 月 23 日召开第一次峰会时,德国总理默克尔没有拿到授权来参加有关欧债危机解决方案的谈判,因此,需要 10 月 26 日上午德国议会进行讨论后才获得授权在当天晚上举行的第二次峰会上进行谈判。如果查阅 10 月 26 日德国联邦议会的决议内容,我们就会发现,经过 10 个小时于 27 日凌晨达成的欧债危机解决方案与德国联邦议会的决议如出一辙。¹⁷这是否意味着拯救行动要看德国立法者的意愿?显然,构建一个统一、协调的欧盟决策机制,是未来欧盟制度建设的一个重要内容,但难度之大,前所未有。

三 欧洲的短期应对

2012 年欧债危机的走势存在不确定因素,危机在上半年存在进一步恶化的可能。短期内影响欧债危机走势的主要因素有,一是当前欧洲经济黯淡的增长前景不利于欧债危机的解决,经济增长乏力不仅侵蚀欧洲财政收入,还要求各国实行更为严格的财政紧缩,这严重打击了欧债市场的信心。二是意大利、西班牙等欧元区国家政府在 2012 年融资需求巨大,尤其是在上半年有大量债务到期,加剧了欧债市场压力。三是鉴于欧元区银行已经融资紧张,欧债市场的动荡与银行业的不稳定之间很可能出现恶性循环。四是三大评级机构会进一步调低欧元区国家的主权评级,评级机构的降级会加剧市场的恐慌。五是希腊和法国在 2012 年春季面临选举,选举结果将可能对欧债危机的走势带来影响。

为了应对欧债危机拖延甚至加剧的局面,欧盟近期推出了两道防线,加以应对。第一, 2012 年 1 月启动欧洲金融稳定基金的新方案,即 2.0 版的 EFSF。新版本的欧洲金融稳定基金在抗击危机冲击方面拥有了更多的工具和应对手段,可以在国债一级市场和二级市场进行适当干预,同时还可以视情提供预防性的手

¹⁶ Euractiv, "Merkel Calls for Treaty Change after Positive Court Ruling", 8 September 2011, <http://www.euractiv.com>.

¹⁷ EurActiv, "Merkel wins euro rescue fund vote", <http://www.euractiv.com/euro-finance/merkel-wins-euro-rescue-fund-vote-news-508591>

段。第二，将欧洲稳定机制（ESM）的运行时间提前到 2012 年 7 月，使之与欧洲金融稳定基金并行。欧洲金融稳定基金本是一个运行三年的暂时机构，需要以欧洲稳定机制加以代替。为了保障更多的可得资金，欧盟决定提前运行欧洲稳定机制，使之能够与欧洲金融稳定工具共同提供资金。ESM 计划有 5000 亿，采取分期到位的方式筹集资金。

需要指出的是，欧盟的救助机制实际上是应对欧元区中小型国家申请救助的机制。通过完善功能，提高救助资金有效性，不断筑高防火墙，可以提高欧盟救助机制的能力，这无疑会市场再添信心，有助于缓解危机的蔓延。但这一机制对于欧元区的大型经济体依然不适用，原因很简单：其一，救助机制的资金对于大型经济体的国债需求是杯水车薪。一旦大型经济体哪怕只是提出“预防性”申请干预国债市场，由此带来的市场信心急剧受挫和市场动荡，无论对于申请国还是救助机制而言，都是承受不起的，更不用说一级市场和二级市场的操作了；其二，如果欧元区的大型经济体申请救助，这对欧盟救助机制来说无疑是釜底抽薪。因为大型经济体申请救助同时也意味着他（们）自动退出欧盟救助机制，其在救助机制中的份额将被自动摊牌给其他国家，导致其他国家的救助负担加重。如果其他国家拒绝接受新的救助义务，那救助机制的资金将会大大减少，进而导致救助机制的崩溃。因此，欧盟救助机制对于西班牙和意大利这些欧元区大型经济体犹如“皇帝的新衣”，既不实用，也不适用。

欧洲的防火墙实际上是针对中小型国家的，对于目前市场对西班牙和意大利的冲击，防火墙能够起到的作用有限。但欧洲还有一道隐蔽的防线，就是欧洲央行的作用。

欧洲央行自 2010 年 5 月起通过公开市场操作的方式，从二级市场购入受到冲击国家的债券，力图平息市场恐慌，稳定市场信心。这一做法在希腊危机、爱尔兰危机以及葡萄牙危机中一直在持续，并起到积极的作用。2011 年下半年，市场的恐慌开始针对西班牙和意大利。欧洲央行从 8 月起加大了二级市场购买债券的力度，尤其是针对西班牙和意大利债券。8 月下旬，欧洲央行购买的债券累计超过 1000 亿欧元，11 月底累计超过 2000 亿欧元。¹⁸如此急剧增加的债券，对欧洲央行来说是个不小的负担。欧洲央行对二级市场的操作能够持续多久是个很

¹⁸ European Central Bank, "Summary of ad hoc communication related to monetary policy implementation issued by the ECB since 1 January 2007", <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>。最后一次访问于 2012 年 3 月 25 日。

大的疑问。

2011 年 12 月 8 日，欧洲央行做出了一个重大决定，使用另一个货币政策工具——长期再融资操作（LTRO），准备分两次通过长期再融资操作方式将再融资期限从 1 年延长到最多 3 年。¹⁹欧央行通过这种变相量化宽松在欧元区发起融资攻势。从操作层面来看，欧洲商业银行可以通过这一方式用所购国债去欧洲央行做抵押，赚取利差，同时用抵押所获得的流动性发放贷款或者购买新的国债。根据 12 月 8 日的决定，2011 年 12 月 21 日，欧洲央行启动第一期 3 年期再融资操作，宣布向 523 家银行提供了 4892 亿欧元 3 年期的流动性。2012 年 2 月 28 日，欧洲央行再次进行长期再融资操作，提供 5295 亿欧元的流动性。欧洲央行 2 次累计提供超过 1 万亿美元的再融资。这一举措不仅缓解了欧洲银行业信贷萎缩的困境，同时在欧债市场也呈现初步效果。西班牙和意大利国债收益率回落，发债的压力有所缓解，欧元对美元的汇率也有所回升。欧债危机恶化的局势得到初步控制，这为欧洲人最终解决欧债问题赢得了宝贵的时间。

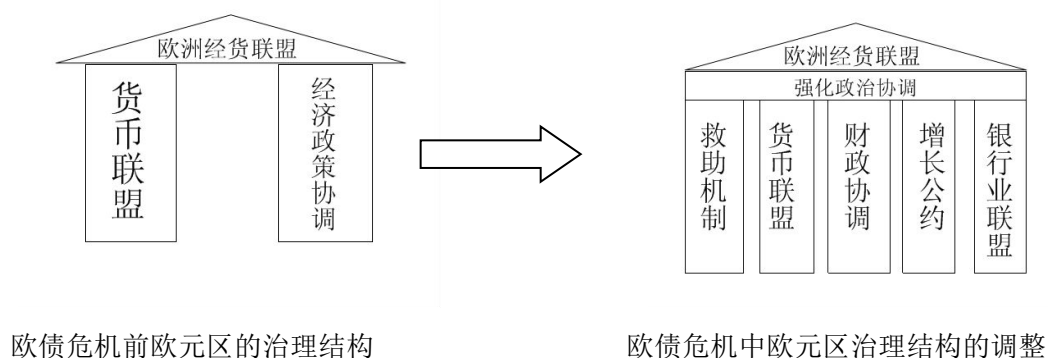
这些应对举措在短期内有助于欧洲提高抗危机的冲击能力，但要从根本上解决欧债危机，还需对欧盟的经济治理进行制度性改革。

四 欧洲经货联盟治理结构性改革

欧债危机将欧元区治理结构的弊端暴露得充分无疑。实际上，如果我们认真分析欧洲经货联盟就可以发现，它在制度设计上只是处于初期状态。从经济政策角度来看，还仍然处于原始的经济政策协调时期，离经济联盟相距甚远。从货币政策角度来看，货币联盟也不是真正意义上的货币联盟，它只实现了单一货币，而单一货币政策也只是实现了单一汇率和以抗通胀为主旨的价格稳定政策。

图 3 欧债危机冲击下欧洲经货联盟治理结构性改革

¹⁹ 欧央行 2011 年 12 月 8 日新闻公报。



注：作者绘制。

欧债危机爆发三年多来，欧洲人在欧元区治理的制度建设方面迈出了许多步伐（如图 3 所示），力图弥补制度设计上的缺陷，推动经货联盟一体化建设的进一步深化。具体表现为：

1、强化了欧元区政治协调。

在欧盟的四大机构中，有欧洲议会、欧盟理事会（首脑会议）、欧洲部长理事会、欧盟委员会，与此同时，有欧洲中央银行体系，在欧元区内有欧元体系，但却没有针对欧元区的政治机制。欧债危机给欧元造成了重大冲击，而欧元区则因缺乏相应的政治协调机制而无法及时应对危机。因此，为了有效应对危机，2012 年 3 月欧盟首脑会议决定设立欧元区峰会，并由欧洲理事会主席兼任。²⁰《里斯本条约》生效后，欧盟拥有了欧洲理事会主席，但这一欧盟的“总统”既不是内阁制下一个礼仪性的职位，也不是总统制下的一个实质性的职位。欧洲理事会主席兼任欧元区首脑会议的主席，但无论是在欧洲理事会还是在欧元区首脑会议上，该主席承担的更多的是一个会议召集人和主持人的角色，起决定作用的还是欧盟各成员国首脑本身。因此，虽然，欧元区有了“欧元先生”，但欧盟在通往“用一个声音说话”的路途还很遥远，这也决定了在欧债危机问题上欧洲政治架构很难有实质性的突破。

2、设立永久救助机制。

2011 年 6 月欧洲领导人在讨论对 EFSF 进行扩权和扩容时，设立永久性的稳定机制并扩大其职责范围的设想得到了更多人的认同。2011 年 12 月欧盟峰会决

²⁰ Statement Euro area Heads of State or Government, Brussels, 2 March 2012, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/128521.pdf

定，提前实施原计划 2013 年 6 月 EFSF 到期后启动的永久性的欧洲稳定机制（ESM）。2012 年 2 月欧洲领导人签署了“欧洲稳定机制条约”，10 月 ESM 运转工作准备就绪，2013 年 1 月正式开始运行。欧洲稳定机制的提前运行，一方面加大了抗击危机的力度，筑高了防火墙，另一方面顺利解决了临时性的救助机制和永久性的救助机制之间的交接问题。永久性的欧洲稳定机制总资本为 7000 亿欧元，有效借贷能力为 5000 亿欧元。ESM 继承了 EFSF 的救助功能，包括在一级市场和二级市场采取干预行动，并可以提前采取预防性措施。此外，ESM 还可以通过向政府借贷的方式对金融机构进行资本重组。永久性救助机制的设立，弥补了欧洲经货联盟在危机管理上工具的不足。

3、在货币联盟方面，欧洲中央银行逐渐演变成“准最后贷款人”。

2012 年 7 月，欧央行行长德拉吉表示将不惜一切手段捍卫欧元。9 月，欧洲央行宣布了具体方案，即启动直接货币交易（OMT）²¹，在必要时可以向市场无限注资。欧洲央行在危机中演变成“准最后贷款人”。欧央行不断加大的这些举措缓解了危机的不断扩散，稳定了市场情绪，遏制了危机的蔓延。

4、推出财政条约，以期从制度上根治债台高筑的状况。

要从根本上解决债务问题，需要严肃财政纪律，加强经济治理。为此，欧洲人推出了六项举措（Six-Pack），其中包括 5 项法律和 1 项指令，并从 2011 年 12 月 13 日开始生效。²²这六项举措不仅包括强化对财政政策的宏观监督，而且还涉及加强对宏观经济政策的监督和力推结构性改革。

德法两国领导人在 2011 年 12 月的欧盟峰会上推出的财政契约（后改名“财政条约”）更是在强化稳定支柱方面上了新的台阶。2012 年 1 月 30 日 25 个欧盟成员国就条约达成一致，并于 3 月 2 日签字后递交签字国议会批准后，计划从 2013 年初开始实施²³。欧盟希望通过加强对财政预算和赤字的限制，将财政预算的审核权向欧盟层面作部分的转让，对财政违规行为作出严格惩罚。统一的货币政策、分散的财政政策是欧元区制度上的缺陷，但近期实行统一财政的可能性不大，因此，欧盟希望通过财政条约来强化财政政策协调并严明财政纪律，以建设中长期可信赖的财政框架赢得短期市场信心。

²¹ <http://www.ecb.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>

²² European Commission, "EU Economic governance "Six-Pack" enters into force", Press Release, MEMO/11/898, Brussels, 12 December 2011.

²³ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/128454.pdf

财政条约是走向财政联盟的一大步，离开紧密的财政联盟，讨论欧元区共同债券也只能是空谈。实行统一货币后，由于弱货币和强货币被拉平了，欧洲南部国家在获取资金方面享受了前所未有的便利。如果在缺少财政联盟的情况下实行欧元区的共同债券，意味着欧洲南部国家将再次享有获取廉价资金的便利，只能是重蹈覆辙。

关于欧元区发行共同债券，虽然法国在竭力推动，但德国已经明确表示反对。德国认为，在缺乏财政联盟的情况下推出欧元区共同债券的时机不成熟。欧央行也持类似的观点。实际上，法国主张的欧元区共同债券，目的并不是在促进增长上，而是试图通过欧元区政府的共同担保来降低债券的发行利率，进而为重债国提供宽松的融资环境。而这一点，恰恰是德国所担心的。欧元区实行共同货币，将弱货币和强货币拉平，势必给市场造成幻想，将欧元区视为一体，造成弱货币国家融资极为便捷，大量廉价资本涌入弱货币国家，为债务危机的爆发埋下了制度隐患。

因此，欧洲要想获得长久的稳定，还需进一步推动财政联盟的建设。

5、增长契约成为《稳定与增长公约》中不可分割的部分。

欧债危机自希腊爆发危机以来已经持续三年有余。在此期间，欧洲各国在德国的推动和主导下纷纷实施紧缩计划，尤其是重债国大力削减财政赤字，以期赢得市场信任，进而降低融资成本，为财政可持续发展创造宽松的外部环境。

然而，紧缩计划实施两年多以来，事与愿违。紧缩计划并没有赢得市场的信任。重债国的国债发行利率不断攀升，融资成本越来越高。爱尔兰和葡萄牙先后因融资成本过高无法从市场筹集资金偿还债务，进而债务滚动链断裂，不得不申请欧盟和 IMF 的救助。西班牙和意大利的国债则不断冲击融资极限，而对西班牙和意大利的救助则是目前欧洲防火墙不能承受之重。紧缩计划的有效性引起重债国的质疑，关于紧缩与增长之间如何平衡的讨论在法国总统奥朗德就任后更成为欧洲人关注的焦点。

2008 年金融危机在美国爆发后，欧盟为了应对金融危机的冲击，推出了 2000 亿欧元的经济刺激与复苏计划。尽管欧委会强调这不是“一刀切”的计划，而是要求各国根据自身的财政状况来实施，但实际上起到了“一刀切”的效果，各国纷纷推出财政刺激方案，为后来的债台高筑埋下了伏笔。欧债危机爆发后，欧洲

又全部实施紧缩计划，走向了“一刀切”的另一个极端。在经济复苏乏力甚至下行的情况下，大力削减财政开支，减少公共投资，与此同时削减福利和工资水平，削弱私人消费，这些都成为经济走出衰退的制肘。但如果不实施财政紧缩，政府债务不断攀升，市场融资成本将难以为继。因此，重债国陷入了政策困境。两年多紧缩政策的效果没有赢得市场的信任，欧洲对紧缩的质疑之声开始抬头。质疑焦点集中在两个方面：一是欧洲是否有必要实施“一刀切”的紧缩政策，抑或财政状况尚可的欧洲北部国家是否能够可以采取适当宽松的政策，以期带动欧洲经济走出衰退；二是，对于重债国来说，紧缩是否是唯一的出路，或者说药方开得过猛，是否会导致病人丧失康复能力。

德国人认为，他们所强调的紧缩，主要目的是改善重债国的公共部门管理能力，将劳动力成本削减到符合本国劳动生产率水平，以便促使经济走上良性循环。瑞典在 1990 年代也曾经遭遇了经济危机，他们也是通过节衣缩食走出困境，而德国人近 15 年工资成本上涨幅度有限，因此欧洲北部国家认为重债国也应该经历紧缩，更何况目前紧缩计划才实行两年。

在增长问题上，德国人认为通过财政扩张方式来实现增长具有很大的风险。日本向德国提供了很好的反面例证。日本经历了失落的 10 年、20 年，在此期间日本政府一直在执行财政扩张政策，以期刺激经济。但很遗憾，日本的财政刺激非但没有带来预期的经济增长，反而导致日本的政府债务不断攀升。因此，德国对财政刺激与经济增长之间的关联持怀疑态度。而 2008 年金融危机下欧盟推出的一刀切的庞大财政刺激计划对增长的贡献也非常有限，不断增加的政府债务反而为欧债危机爆发的埋下了祸根。因此，在增长问题上，德国并不是排斥增长，而是不愿意通过财政刺激的方式来促增长。德国更趋向于通过结构改革和调整来带动增长。欧洲实际上面临的是新兴国家的竞争，因此解决增长的出路不是财政刺激，而是通过结构改革提高欧洲的竞争力。德国关于促进增长的态度表明，财政刺激并不是保增长的唯一选择，加大结构调整力度才是保持竞争力的根本之道。

鉴于欧洲财政契约即将生效，成员国层面上实施新一轮财政刺激方案的可能性微乎其微。因此，促增长的财政刺激可能会更多地在欧盟层面上落实。具体可以体现在三个方面：一是巴罗佐呼吁的项目债券；二是提高欧洲投资银行的资本

金，以期提高欧洲投资银行的贷款能力；三是增强欧盟结构基金的使用效率。这些政策选择所带来的增长效果还有待于进一步观察和分析。

6、设立单一监管机制，推进欧洲银行业联盟建设。

2012年9月12日欧盟委员会建议由欧央行介入设立“单一监管机制（SSM）”，并根据《里斯本条约》第127(6)条由欧盟理事会来设立条例²⁴。欧央行认为单一监管机制将是财政联盟的一个基本支柱之一，并且也是通向真正的“经济货币联盟”的主要组成部分之一。欧央行将就单一监管机制出具正式意见，其中包括几个原则，一是监管决策和货币政策之间明确分离，二是要通过适当的可信的渠道进行监管，三是在欧元系统内分散职责，四是要有有效的监管框架以便能够对欧元区银行系统进行连贯的监督，五是跟单一市场的框架完全吻合，其中包括欧洲银行业当局的作用和权利。欧委会为单一监管机制设立一个激进的过渡期时间表，因此欧央行已经开始准备工作，以便欧盟理事会通过的条例生效后可以立刻实施。

五 欧洲经货联盟治理转型的发展趋势

欧元区治理结构的改革还远未结束，改革是摸着石头过河，在现有条件下寻找最现实的解决方法，并不断突破现有的框架。因此，欧洲的改革缺乏顶层设计和完整的方案。欧债危机的不断恶化极大地打击了人们对欧洲一体化的信心，甚至对欧元的信心。因此，在这一背景下，2012年6月与欧盟夏季理事会开会前夕，欧盟理事会主席范龙佩向理事会递交了一份关于“通往真正的经济和货币联盟”的报告，提出了欧洲经济货币联盟改革的蓝图。在夏季理事会上，理事会主席范龙佩受理会委托，同欧盟委员会、欧元区主席以及欧洲央行行长共同合作，起草一份专门的有时间限制的真正的经济货币联盟的路线图，并计划提交给当年12月的冬季理事会讨论。随后，2012年9月，范龙佩同欧盟27国的首脑以及欧洲议会及议长广泛交流了意见并于10月发布了“通往真正的经济和货币联盟”中期报告²⁵。

10月份的报告在结构上跟6月份的报告类似，提出了实现真正的经济和货

²⁴

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/953&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

²⁵ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132986.pdf

币联盟，必须实现 4 大整合，即金融、财政、经济和政治领域的一体化。

（1）一体化的金融框架。尽管在单一货币实施之后，欧盟金融部门的一体化不断深化，但在监管、危机管理以及银行救助等方面仍然是停留在成员国层面上。因此，缺乏共同的银行救助工具影响了危机管理的效力，增加了救助银行部门的成本，并为金融和财政稳定埋下了隐患。因此，需要建立一体化的金融架构，这包括单一监管当局、共同的救助机构实施的共同的救助机制、基于共同标准的成员国存款担保机制。

（2）一体化的预算框架。欧债危机暴露出欧元区国家之间以及跟非欧元区国家之间高度的相互依赖。它表明，成员国的预算政策也是欧盟共同利益的核心之一，因此需要完善现有的有关预算政策的监督和协调框架，加强事先的协调。这也是欧盟委员会于 2011 年 11 月提出的新的“两项立法”提案的内容。此外，报告还提出扩大经济货币联盟的财政能力以更好地应对非对称性冲击带来的负面影响。财政能力的扩大可能将依赖发债。从长远来看，完全一体化的预算框架将要求具备“国库”的功能。

（3）一体化的经济政策框架。改革欧盟的监管框架、完成单一市场改革、加强宏观审慎政策。

（4）民主合法性和可信度。加强欧洲议会的作用，加强欧洲议会与成员国议会之间的合作程度。

范龙佩的经货联盟改革计划是基于目前欧洲的各种现实条件而制定的，因此具有一定的局限性。例如，在扩大欧盟的财政能力方面，改革方案绕开了将部分税权让渡给欧盟的方式，而是采用做加法的方式，以欧盟的名义发债来获得更大的财政能力。而欧盟的发债成本和债务容量反过来也跟欧洲一体化的程度以及欧洲经济的稳定程度有密切关系，因此，欧盟的财政能力最终也摆脱不了欧洲一体化的制约。

此外，在民主合法性和可信度问题上，范龙佩提出的是加强现有的民主机制，即欧洲议会和成员国议会的作用，这跟巴罗佐 2012 年 9 月“盟情咨文”中提出的通过欧盟机构直选来获得民主合法性的提议有显著不同。

范龙佩的蓝图在 2012 年 12 月中旬召开的欧盟首脑峰会上得到确认。欧盟峰会建议再 2013 年 6 月的夏季峰会上决定欧洲经货联盟的改革蓝图以及具体的实

施时间表。欧洲一体化又大大向前迈进了一步。与此同时，欧洲的改革蓝图也会给资本市场提供稳定的预期，增强市场信心，压缩市场投机的空间，进而为欧洲经济的发展创造宽松的环境。

六 希腊问题

欧债危机始于希腊，其核心问题也在于希腊。希腊问题成为欧债危机解决中“绕不过去的坎”。

（一）欧盟对希腊的二次救助，通过私人部门参与自愿减记希腊债券，削减希腊债务规模，以提振市场信心，解决欧债危机的核心问题。

在匆忙推出 1100 亿救助希腊计划之后，欧盟联合 IMF 对希腊的状况进行了深入调查，发现希腊的问题远比想象的要严重得多，尤其是自实行救助之后，希腊的债务水平不但不降，反而受到利息等因素的影响，进一步上升。希腊是否会破产、希腊是否会退出欧元区成为市场关注的热点。2011 年 7 月 21 日，欧元区首脑会议出台了一项新的决定，即对希腊提供二次救助，救助金额计划为 1300 亿欧元。

针对希腊的二次救助计划是否能够成功实施，涉及私人部门参与的程度。在做出二次救助决定时，第一轮救助希腊资金才使用过半。一般的常理是到救助资金快使用完毕时才会考虑下一轮救助。而希腊的二次救助计划出台如此之早，除了媒体报道的希腊财政不可持续等因素之外，还有一个常人不太关注但却非常重要的原因，即法律因素。

希腊现有的债券基本上是按照希腊法律发行的。按照希腊法律规定，如果希腊破产，希腊政府可以不用承担相应的法律义务。因此，3000 多亿政府债券中，绝大部分可以在希腊宣布推出欧元区时不了了之。随着希腊违约的可能性加大，希腊宣布退出欧元区的概率也在增大。作为希腊债券的持有大户，德法对此坐立不安。为了保证投资的安全，同时也为了欧元区的稳定，防止希腊采取玉石俱焚的做法做出极端决定，需要对现有的希腊债券进行置换，改成按照非希腊法律发行的债券。为此，德国和法国做出妥协，以私人部门自愿参与减记的方式，换来希腊政府债券的置换。希腊政府也心知肚明，不愿意把这层窗纸捅破。由此，债券发行和持有双方在第二次救助希腊计划的名义下进行了持久而又艰难的谈判，

从 2011 年 7 月到 2012 年 2 月，期间的博弈过程跌宕起伏，险情不断，最终于 2 月 21 日达成第二轮救助希腊协议。

第二轮救助希腊协议的关键部分是希腊债券交换协议。根据该协议规定，希腊政府债券的私人部门持有人被要求用其目前所持债券交换根据英国法律而发行的希腊新债券以及由欧洲救助基金发行的证券。这些债权人必须将其所持希腊债券的名义价值减记 53.5%；在计入未来的利息付款之后，其实际损失将会达到投资价值的 74%左右。该协议将把希腊债务削减 1000 亿欧元(约合 1320 亿美元)。

26

希腊政府 2012 年 3 月 9 日宣布，私人部门参与债务置换计划的比例达 85.8%，高于设定标准。这意味着希腊的债务置换计划“过关”，希腊将可以甩掉至少 1000 亿欧元债务包袱。²⁷随之而来的是 1300 亿欧元的第二轮救助方案细节陆续敲定。欧元区各国财政部长在 3 月 12 日召开会议，批准发放 355 亿欧元的援助款，避免了希腊因 3 月 20 日大量债务到期而无法偿还所引起的违约。²⁸国际货币基金组织 3 月 15 日同意参与第二轮救助希腊计划，提供 280 亿欧元的援助，其中新注入的资金约 180 亿欧元。²⁹希腊局势暂时得到控制，欧洲债务危机的核心问题暂时得到缓解。

（二）希腊 2012 年 5 月的选举使希腊状况急转直下，希腊再次成为危机的焦点。

2012 年 5 月希腊的选举结果让各方出乎意料，而三次组阁未能成功则大大增加了各方对希腊能否继续执行紧缩计划以及是否会退出欧元区的担忧。

在希腊是否退出问题上，跟 2011 年 10 月份相比，欧盟及主要成员国目前的态度发生了转变。当时欧盟极力挽留希腊留在欧元区，并且明确表示希腊退出欧元区不是一个选项。主流观点也认为，希腊的退出将导致多米诺骨牌效应，进而危及欧元的存亡以及欧洲一体化的重大挫折，因此希腊不能退出。时隔 6 个月，

²⁶ EurActiv, "Greece ups pressure in trillion-euro gamble", 7 March 2012, <http://www.euractiv.com/euro-finance/greece-ups-pressure-euro-gamble-news-511333>

²⁷ EurActiv, "Greece secures debt swap and escapes default", 9 March 2012. <http://www.euractiv.com/euro-finance/greece-secures-debt-swap-escapes-default-news-511415>

²⁸ EurActiv, "Eurozone ministers OK Greek aid, want more from Spain", 13 March 2012, <http://www.euractiv.com/euro-finance/eurozone-ministers-ok-greek-aid-want-spain-news-511468>

²⁹ IMF, "IMF Executive Board Approves € 28 Billion Arrangement Under Extended Fund Facility for Greece", Press Release No. 12/85, March 15, 2012

欧盟的预期发生了变化，一方面仍表态继续挽留希腊留在欧元区，但另一方面，鉴于希腊是民主国家，欧盟也必须尊重希腊人民的选择。为了防止希腊二次选举出现欧洲人最不想看到的结局，因此，各方也正在制定“B计划”。

欧盟及主要成员国对希腊退出问题的态度转变，可以有以下几点解读：第一，在一定程度上可以看做是对希腊选民施加压力。市场很敏感，认为希腊退出欧元的几率在加大，因此，资本加速从希腊的外逃，希腊老百姓也开始到银行提现，发生挤兑。欧盟通过这一方式试图向希腊百姓发出明确信号，即如果希腊退出，百姓遭受的损失将更大，并借此提醒百姓在6月17日的第二次选举时投好自己的选票。第二，通过提前释放希腊可能退出这一信号，来缓冲市场的反应，这样，即使希腊6月的二次大选果真导致希腊退出欧元区，那时，市场的紧张情绪因大部分已经得到释放，对欧元区的冲击将会相对弱一些，进而达到欧洲人所说的“有序”退出的目的。第三，通过一次救助和二次救助谈判，欧洲人对希腊的真实状况有了更细致和更清醒的认识，由于希腊的竞争力不可能在短期内恢复，加上有可能出现的第三次救助，因此，希腊有可能将成为欧洲人挥不去的痛，并有可能成为欧洲的无底洞。在这种状况下，希腊的退出对欧元区可能是种解脱。而希腊只占到欧元区经济的2%，如果是有序退出，对欧元区以及欧洲经济的影响非常有限。

基于上述分析，在欧盟和希腊之间的博弈中欧盟已经变得日益现实和实际，一方面继续表示希望希腊留在欧元区，另一方面则向希腊民众发出明确的信号，说明希腊退出欧元区对希腊自身来说代价是如何庞大，敦促希腊民众在第二次大选中不是靠情绪而是用理智来投票，进而影响希腊选举的结果。此外，欧盟也在制定应急计划，应对最坏的结果。

（三）希腊二次大选虽然成功组阁，但希腊问题的最终解决，还需增长做支撑。

2012年6月20日希腊宣布组阁成功，在17日大选中位居第一的新民主党和第三的泛希社运两大政党加上一个小党共同组成联合政府。因希腊大选带来的希腊在欧元区的去留悬疑终于有了结果，但希腊的债务问题前景仍没有答案。

自1974年希腊推翻军政府实行民主共和制以来，希腊的政治命运就一直为新民主党和泛希社运所左右，两党轮流执政，一直到希腊债务危机爆发。不容否

认的是，正是两党为了迎合选民不惜透支了国家几十年的发展资金，最终落得国家债务累累，这也是民主的悲哀。激进左翼联盟在本次竞选中提出的口号就是要换一种方式活，以期结束两党轮流执政 30 多年的状况，但因过激的“国家重建计划”引起欧盟对希腊执行救助计划的担忧以及市场对希腊是否留在欧元区的疑虑。激进左翼联盟在 17 日的选举中位居第二，至少也反映出了希腊民众的心态。如今，这两党在激进左翼联盟的强大挑战下，握手言和，准备联合执掌希腊今后几年的命运，这可能也是当初帕潘德里欧没有料到的结果。同样，帕潘德里欧当初爆料前政府做假账，可能也没有料到会给希腊和欧元区乃至全球经济到了如此大的漩涡。

新政府能够组阁成功，主要是基于两大党同意留在欧元区并愿意继续执行救助计划，但同时两党也都希望就救助计划的实施条件重新进行谈判。联合执政可以避免两党相互指责，但是否能够做到同舟共济，还得拭目以待。

希腊债务危机是典型的寅吃卯粮，要从根本上解决债务问题，需要增长做支撑，而这对希腊来说意味着将是漫长而又痛苦的结构调整过程。

六 结论

通过从治理结构上对欧债危机进行分析，可以得出以下几点结论：

第一，欧盟受其利益多元化和政治体制复杂性以及法律框架的制约，难以独立做出迅速和有效的危机应对举措，因此，债务危机的解决方式不可能立竿见影。

第二，危机导致欧盟的软肋充分暴露在市场面前。因此，为了更好地给市场提振信心，欧盟客观上存在寻求外部支持的强烈需求。

第三，在市场信心问题未能解决之前，欧债危机有进一步恶化的趋势。并且，欧洲的市场信心极易受到欧洲国家大选以及一些突发事件的影响。欧洲经济触底，并重新出现增长的迹象，将有助于提振市场信心，并缓解危机的蔓延。

第四，流动性匮乏成为 2011 年下半年欧元区面临的重大挑战，而这也助长了欧债危机的蔓延。欧洲央行解决流动性问题将在一定程度上缓解危机的蔓延，为解决欧债危机赢得时间。

第五，希腊问题是欧债危机的“毒瘤”。在第二次救助希腊计划的框架下，随着私人部门的参与以及债务减记和债券置换的完成，希腊的状况有所缓解，但

要最终走出危机，仍需增长作为支撑，而这一问题的答案对希腊来说仍未可知。

第六，改进欧元区的治理结构，改变“统一货币政策、分散财政政策”这一制度性缺陷是根治欧债危机的最终出路。财政契约是欧盟走向统一财政政策的一个重大步骤，也是欧洲人转“危”为“机”的重要体现，但《稳定与增长公约》还需要增长支柱做稳固的支撑。

第六，市场对欧元区国家风险同质的幻象将不复存在，因此，欧元区国别风险溢价波动将成为常态。即使危机过后，南欧国家廉价发债的时代也不会再现。

（**作者简介：**陈新，中国社会科学院欧洲研究所研究员；**责任编辑：**宋晓敏）