

财政统一方可成就欧元债券

李相栋 ☎: (8610) 8357 1403

✉: lixiangdong_yj@chinastock.com.cn

形势比人更加重要，欧洲主权债务危机具有不可预知性，相应的关于危机的应对政策也具有较大的不确定性。在欧债危机爆发两年多时间里，危机每一次升级都倒逼欧元区经济体在救助规模和救助方式等方面采取新的应对措施。近一段时间，欧洲主权债务危机进一步蔓延，其标志性事件是意大利10年期国债收益率突破号称“生死线”的7%界限。这意味着意大利国债融资成本是德国、美国等高等级国家的2倍之多。对于拥有1.9万亿欧元国债规模的意大利而言，如若其国债收益率升至类似希腊、西班牙等国的水平，那么原有的欧洲金融稳定机制（EFSF）救助模式将无力承担。

在此背景下，一种新的救助模式——“欧元债券”应运而生。所谓欧元债券是指把欧元区17个国家视为一个整体，由这个整体作为实体面向投资者发行国家债券。区别于独立国家国债的运作模式，欧元债券由成员国提供联合担保。从具体操作来看，分别有用欧元债券完全取代各国国债、部分替代和仅仅取代危机国的债券三种操作方案。采取何种操作方案并不重要，重要的是欧元债券的推出是否能够真正化解欧债危机？其在实践中是否真正可行？

以与欧元区经济体规模相当的美国作为参照物，如图1，截至2011年6月底，欧元区整体国债负担率约为87%，大大低于美国接近100%的水平。虽然欧元区作为一个整体其国债负担率要大大低于美国，并且最近十多年欧元相对美元的价值处于强势地位；但是欧洲主权债务危机的持续时间和波及面要远远超越美债危机。由此说明了以欧元区整体信用为担保的欧元债券存在着作用发挥的较大空间。

从欧元债券与美国国债的比较来看，欧元债券真正被投资者所接受乃至乃至化解欧债危机的重要前提是其需要有一个强有力的政府信用提供担保，强有力政府的重要标志是有统一的财政部，并

且有严格的财政纪律。这说明了欧元区经济体如果想继续作为一个整体而存在，其必须得超越现在的融合程度，其需要在财政政策方面加强合作。并在机制方面，真正建立起值得投资者信任的削减赤字和加强财政纪律措施。

图1：欧元区整体国债负担率状况



注：本图摘自欧洲央行网站

从欧元区债券的潜在购买者来看，主要包括欧洲央行、抛售危机国债券的私人投资者、主权财富基金、IMF 等机构。其中欧洲央行将会发挥关键作用，如若其能起到类似美联储的“定海神针”作用，那么欧元债券将会真正能够取信于投资者。而欧洲央行发挥作用的前提是需要强有力的统一财政部门提供隐性担保，否则，欧洲央行的无原则救助极易引发恶性通货膨胀的发生。

对于欧元区经济体各国来讲，其利益既存在冲突的一面，又存在一致的一面。对于德国和法国等欧元区核心国家而言，其真正考虑的是其自身的国家利益，即核心国家经济的健康发展和金融体系的稳定。在真正救助和不救助之间存在着一个利益平衡点：一方面，及时出手救助可以最大限度阻止危机的火焰烧至本土；另一方面，危机的加剧有助于减少成本，包括经济成本、政治成本和协调成本等各个方面。从欧盟的诞生以及发展过程来看，对合作互惠的基本认知是各国加入欧盟的初衷，从长远也符合各国的根本利益。因为各国都想从资本、技术、劳动力、人力等生产要素的自由流动中获取自身的利益，从而深化合作，以超越以一般商品流动为标志的表层合作范畴。但是，各国在深层次合作过程中遇到了“天花板”。

我们可以看到，欧元区作为一个整体其范围内国家之间的融合程度不但远远超越全球范围内国

家之家的合作（如 G20），其经济乃至广义社会生活的融合程度又远远超越一般的地区性组织（如东盟、北美自由贸易区等）。但是，与一个独立完整的主权国家相比较，政治上的实质性紧密合作“缺失”表明欧元区经济体仍旧是一个相对松散的“同盟”。由此而产生的后果是在关系各国利益的重大问题的决策议题上需要各国经历较长决策过程的“讨价还价”过程。在金融市场投资者“选票机制”的推动下，虽然最终各方会达成妥协，出台一个相对正确的政策，但是从时间的角度来看，其决策的低效率无疑迟滞了救助的最佳时机。

展望未来，如若欧元区债券真正推出，相信投资者会给予融资支持，而这会降低主权债务的融资成本，进而在一定程度上缓和欧债危机乃至彻底摆脱危机。从长期来看，欧元区债券的推出并不能从根本上解决欧洲主权债务危机，欧洲主权债务危机的真正解决取决于欧元区的长期经济增长能否走向正轨。

（注：本文主要内容发表于 2011 年 11 月 25 日《中国证券报》）

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-83571322
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>