

张蕴岭主编：《国际热点问题报告》，中国社会科学出版社，2012年6月

欧洲能否走出债务危机

陈新¹

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；而要最终走出危机，仍需提高经济竞争力，促进经济增长，促使公共财政走入良性循环。

一、欧洲债务危机的三个阶段

欧债危机已经有两年多的时间，从其发展的特点看，我们可以把它分为三个阶段。

第一阶段是2009年10月至2010年5月。这一阶段的特点是希腊主权债务危机。在这一阶段，由于没有救助机制，危机在不断扩散，最终在2010年5月初引起了欧元的急剧动荡。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。这种救助机制是以双边协定的方式提供的，而不是以欧盟的名义提供的。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7500亿天价救助机制。

第二阶段是2010年5月至2011年7月。这一阶段的特点是，欧元区有了救助机制，但依然一个国家接着又一个国家倒下，欧洲救助机制的有效性得到质疑。2010年11月爱尔兰在市场的冲击下倒下，2011年3月葡萄牙也随之倒下。究其

¹陈新，中国社会科学院欧洲研究所研究员。本报告引用了部分集体研究的成果，在此向周弘研究员、熊厚副研究员表示感谢。

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质疑，该国在国债市场的筹资能力急剧下降，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，这时债务危机爆发。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的。7500 亿救助机制中有 4400 亿叫 EFSF，它只能在受到冲击的国家倒下之后，而且还要过 1-2 个月通过发行 EFSF 债券筹得资金，转交给该国。在危机的大火愈烧愈烈时，该机制无能为力。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。

第三阶段是 2011 年 8 月至 2011 年底。在这一阶段，危机表现在三个层面：一是希腊问题重新成为话题，希腊危机依旧没有解决；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，甚至是也冲击到法国；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，欧债危机却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。其主要原因在于美国两党就债务上限讨论一波三折，导致标普下调美国 3A 评级。这发出了“最发达国家国债也不一定是最安全投资渠道”的信号，从而给市场信心带来非常负面的影响。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。

二、债务危机与欧元区的治理

希腊于 2009 年 10 月爆发主权债务危机，此后危机影响扩散，波及整个欧元区，一个又一个的欧元区成员国在债务危机的冲击下倒下，希腊、爱尔兰和葡萄牙三国的 GDP 加起来才占欧元区的 6%，但却撼动了欧元的存亡。

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伏笔。

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“财政公约”更是向有法律约束性的方向迈进。在 2012 年 2 月初的欧盟峰会上，欧盟 25 国就“财政公约”的具体条款达成一致，并于 3 月 2 日签字后递交各国议会通过。财政公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。

财政公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。如果在没有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。

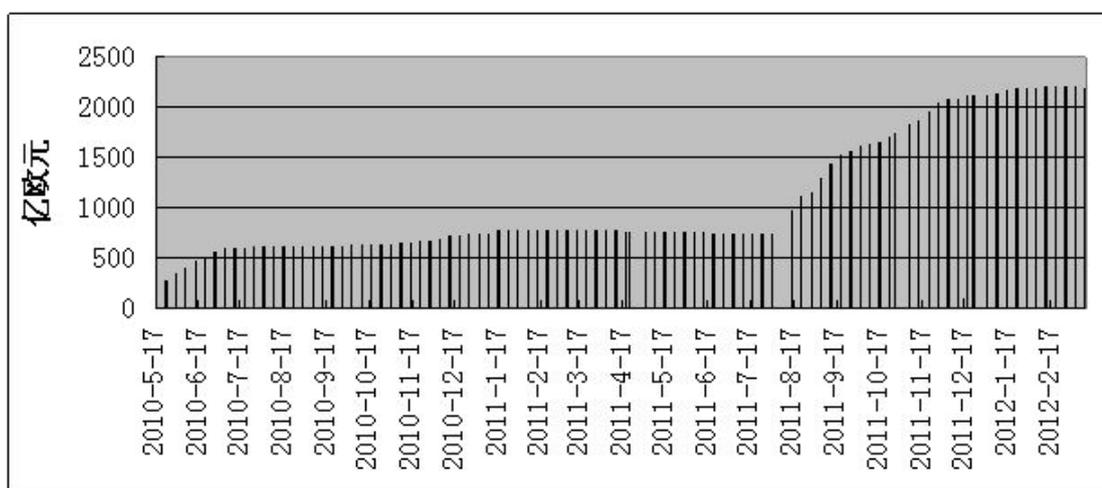
第二，正是由于欧元区没有实行统一的财政政策，因此，欧洲央行无法象美联储那样，在危机到来时可以充当最后贷款人。

欧盟的中央银行（欧洲央行）可能是世界上最独特的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，只有在危机危及到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自身的职责。在 2010 年 5 月危机严重危机欧元的稳定时，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用希腊债务做抵押从央行贷款。²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有关国家的国债，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。

图 1 欧洲央行债券市场操作（2010 年 5 月至 2012 年 3 月）



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，欧洲央行自 2011 年秋季以来还采取了一系列措施，稳定市场：一是连续 2 次调低利率，二是将存款准备金率从 2% 下调至 1%，三是将银行到欧洲央行作贷款抵押的门槛降低，一定程度上同评级机构的债券评级脱钩，四是重新恢复同美元的互换并 2 度联合全球 5 大央行，共同向欧元区提供美元流动性。这些举措一定程度上缓解了危机的蔓延。

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

² ECB Press Release, ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, 10 May 2010.

利提供 65 亿欧元、向拉脱维亚提供 31 亿欧元、向罗马尼亚提供 60 亿欧元的救助。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，很重要的原因一是欧盟有救助非欧元区成员国的机制，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，一个重要的原因欧元区自身缺乏救助机制。因此，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产生过讨论。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，以及 2008 年金融危机下实施的财政刺激计划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，后来一周后又推出了 7500 亿欧元的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（EFSF）提供新的授权和扩容。³扩权主要表现为可以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（EFSF 自身的容量为 4400 亿，但如需要享有 3A 评级，有效使用资金最多为 2500 亿）。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 的有效使用效率。10 月 26 日又决定通过杠杆化方式最大程度地发挥 EFSF 防火墙的效用。⁴这些都是完善救助机制方面做出的努力。2012 年初，EFSF 将按照新的方式运行，它是否能够起到防火墙的作用，我们还拭目以待。

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

³ 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.

⁴ Euro Group Summit, Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011.

欧洲复杂的政治架构阻止了欧盟能够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（现在为德拉吉）、默克尔、萨科齐，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，这些不同的声音为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得到市场的质疑，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上，我们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。

这不仅涉及到欧盟法，还涉及到成员国的法律，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，除非危机危及到自身的经济或者危及到欧元。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，因为那时危机已经对欧元带来了重大影响，欧元对美元的汇率从年初的1:1.40下降到了1:1.20。

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。⁵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，主要原因就是因为在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，需要在10月26日上午德国议会进行讨论后才能有授权去当天晚上举行的第二次峰会上去谈判。如果我们阅读一下10月26日德国联邦议会的决议内容，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。这是

⁵ Euractiv, Merkel calls for treaty change after positive court ruling, <http://www.euractiv.com>, 8 September 2011.

否意味着拯救行动要看德国立法者的意愿？显然，构建统一、协调的欧盟法律体系，是未来欧盟制度建设的一个重要内容，难度是非常大的。

三、欧洲如何走出危机

（一）从短期来看，欧盟难以真正走出债务危机。

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。导致欧债危机将可能进一步恶化的因素有：

其一，当前欧洲经济黯淡的增长前景不利于欧债危机的解决。欧盟及 OECD 多次下调对 2012、2013 年的经济增长预测。据经合发展组织预测，2012 年欧元区经济增长为 0.2%，其中第一季度为负增长 0.4%。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，严重打击欧债市场信心。

其二，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。意大利、西班牙在 2012 年的融资需求分别约为 4000 亿、2000 亿欧元，如果加上 2013 年的融资需求，这两个国家融资需求总额占欧元区国内生产总值的比例约为 10%。据彭博社估计，2012 年欧元区有 1.5 万亿欧元到期债务，其中上半年就有 5190 亿或者 6950 亿欧元的意大利、法国和德国债券到期。因此，意大利、西班牙是否能够渡过这一关口成为关键。如果意大利、西班牙申请救助，那他们在 EFSF 以及 ESM 中认购的指标将被自动分摊给其他欧元区成员国。作为欧元区第三和第四大经济体，两者占欧元区出资的 1/5，他们的退出，将实际上导致 EFSF 和 ESM 的解体。

另外，新一轮的救助希腊方案迟迟没有最终落实，包括 1300 亿欧元资金的构成以及私人部门参与的条件和方式。这些要到 2012 年 2 月才可能会有进展，而希腊 3 月份也将有大笔债务到期，随之而来的是欧盟和 IMF 对希腊贷款的新一轮评估，对希腊的财政巩固措施进行审查。希腊很有可能以国内稳定受到威胁为借口与欧盟和 IMF 讨价还价，引发市场的动荡。

其三，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。自 2011 年 4 月以来，欧元区银行业已经出现融资紧张，即使在欧洲中央银行采取降低利率和延长临时贷款时限等多项措施后也没有得到缓解。在这种背景下，欧债市场的动荡会进一步使欧洲银行持有的国债受损，

恶化欧洲银行的资产负债表，影响对实体经济的放贷。同时，银行业的资金紧张又将限制其购买政府债务的能力，进一步影响欧洲国债市场的资金供给。

其四，三大评级机构很可能进一步调低欧元区国家的主权评级。评级机构通常会赶在欧盟峰会之前调低对欧元区国家的评级。欧盟将在 2012 年 3 月份之前召开春季峰会，讨论通过财政公约。因此，国际评级机构很可能在此之前初调低法国等国家的主权评级。法国评级的调低将拖累欧洲金融稳定工具（EFSF）的评级，加剧市场恐慌。

还有，2012 年 4 月的法国大选增加了欧元区核心国家的政治不稳定性。萨科齐面临大选压力，很难判断他能够做出什么样的政治选择。如果萨科齐下台，新的领导人会采取与前不同的政策，在欧债危机十分严峻的情况下，法国政治的变动也会对欧盟的未来政策产生不利的影响。

（二）欧盟积极应对，不断推出新举措，加强防火墙建设。

为了应对欧债危机拖延甚至加剧的局面，欧盟近期推出了三道防线，加以应对。

第一，2012 年 1 月启动欧洲金融稳定工具的新方案，即 2.0 版的 EFSF。拥有了新的授权之后，EFSF 在一级市场和二级市场如何操作，以及如何提供预防性的措施，市场正拭目以待。

在杠杆化问题上，EFSF 计划通过 2 种方式提高资金的有效使用性。一是部分担保，二是建立共同投资基金。在市场信心极度缺乏的情况下，20-30%的部分担保是否能够打消市场疑虑，推进市场信心，尚不确定。2012 年 1 月 5 日，欧洲主权债券保护机制（ESBPF）在卢森堡注册，并于 2012 年 2 月 17 日正式启动。⁶在建立共同投资基金问题上，至少目前对这一方案感兴趣的机构甚少，有可能流产。

即使杠杆化的做法不成功，EFSF 目前可以使用的有效资金仍有近 4000 亿欧元。第一轮救助希腊的 1100 亿跟 EFSF 没有关系。第二轮救助希腊的 1300 亿最终的出资方还未确定。救助爱尔兰的 850 亿欧元中，EFSF 只占到 177 亿。救助葡萄牙的 780 亿中，EFSF 占 260 亿。因此，4400 亿中还有近 4000 亿可以使用。

第二，欧盟启动向国际货币基金组织注资 2000 亿欧元的提议。欧元区已经

⁶ EFSF,
<http://www.efsf.europa.eu/mediacentre/news/2012/2012-05-european-sovereign-bond-protection-facility-launched.htm>

决定向国际货币基金组织注资 1500 亿欧元，欧盟内部非欧元区国家也考虑跟进 500 亿欧元。俄罗斯也已经表态，有意愿支持该提议。然而，欧盟注资提议能否成功还要取决于美国和中国的态度。

IMF 在 2010 年 5 月答应欧盟的 7500 亿救助机制中，IMF 占 2500 亿。其中为救助爱尔兰占用了 225 亿，救助葡萄牙占用了 260 亿，还剩 2000 亿。因此，但即使目前的注资不成功，IMF 仍可以向欧洲提供 2000 亿的救助资金。

第三，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工具并行。欧洲金融稳定工具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 设计有 5000 亿，但 3 月欧盟峰会不排除继续向 ESM 追加资金的可能。

鉴于欧盟内部的政治复杂性，以上举措是否能够迅速有效实现尚有待观查。如果欧盟的这三项应对措施能够有效实现，那么其筹集的资金可超过 1 万亿欧元，在采用杠杆化的方式下，资金量会更大，因此，在一定程度上可以起到稳定欧洲国债市场的作用。然而，市场受投机和炒作影响，瞬息万变，有时很难做出理性预测，不能排除“蝴蝶效应”的可能性。如果欧债危机蔓延为银行危机，那么以上金额很难满足需求。

值得指出的是，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，这无疑会为市场再添信心，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是不适用的，原因很简单，即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，由此带来的市场信心急剧受挫和市场动荡，无论是对于申请国来说还是救助机制来说，都是承受不起的，更不用说是一级市场和二级市场操作了。

（三）欧洲央行通过货币政策工具发动欧元区融资攻势，改善欧洲金融市场的流动性。

欧洲的防火墙实际上是针对中小型国家的，但针对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，从二级市场购入收到冲击国家的债券，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。如此急剧增加的债券，对欧洲央行来说是个不小的负担。欧洲央行能够持续多久这种二级市场操作成为一个很大的疑问。

2011 年 12 月 8 日，欧洲央行做出了一个重大决定，使用另外一个货币政策工具--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。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。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 4890 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 5300 亿欧元的流动性。欧洲央行 2 次累计提供超过 11000 亿的再融资。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。

（四）欧盟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。

欧债危机始于希腊，其核心问题也在于希腊。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增加。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 日欧元区首脑会议上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，涉及到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刚过半。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。针对希腊的二次救助计划如此早出台，除了媒体间报道的希腊财长不可持续等因素之外，还有一个常人不太关注的因素，但非常重要的因素，即法律因素。

希腊的现有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。这样 3000 多亿希腊政府债券中，绝大部分债券在希腊倘若宣布推出欧元区时将会打了水漂。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加大。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，不愿意把这层窗户纸捅破，由此，债券发行和持有双方在第二次救助希腊计划的招牌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援助基金发行的证券。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以后，它们的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)。

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。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，批准释放 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。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。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。

（五）欧盟加强经济治理，推出财政公约，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，欧洲人推出了一系列举措，从欧洲学期（European Semester）到欧元附加协定（Euro Plus），一直到最新的欧洲财政公约（Fiscal Pact）。

德法领导人在 2011 年 12 月的欧盟峰会上推出财政公约。2012 年 2 月 25 个国家就公约达成一致，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。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。欧盟希望以建设中长期可信赖的财政框架赢得短期市场信心。

四、对未来发展趋势的判断

第一，欧盟受其利益众多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机制，因此，债务危机的解决方式不可能是立竿见影的。

第二，这一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，尤其在 2012 年上半年。如果欧洲经济在 2012 年夏季触底，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。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还是未知。

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。财政公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。欧洲一体化将因欧债危机得到进一步深化。

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将不会再现。

参考文献：

<http://www.euractiv.com>

<http://www.eurointelligence.com>

<http://www.euobserver.com>

<http://www.europa.eu>

<http://www.ecb.eu>

<http://www.efsf.europa.eu>

<http://www.imf.org>