

# 欧洲公共债务危机的解决方案:理论与实践\*

郭 强 董 昀 李向前

[摘 要]欧洲政府动用财政资源来刺激总需求,以应对 2007~2009 年全球金融危机,导致欧洲公共债务危机的爆发。从短期来看,可以通过债务重组、国际救助等措施防止危机进一步扩散;从中长期来看,可以通过结构改革,综合运用降低基本赤字、实际债务负担等措施,系统地解决公共债务问题。就欧洲的实践而言,已经通过债务重组、国际救助等措施来为欧元区外围国家纾困。作为一个整体,欧元区的公共债务水平上升并不明显,但是,由于不能稳定金融市场与经济增长乏力,导致外围国家公共债务居高不下。

关键词:公共债务危机 债务重组 财政稳定

JEL 分类号:E61 E62

## 引 言

对于世界经济而言,欧洲公共债务危机已经构成了全球经济的最大风险所在。从相对规模来看,也就是从公共债务对 GDP 之比来看,截至 2011 年底,欧洲平均债务水平对国内生产总值之比达到 88%<sup>①</sup>,远远超过了欧元区《马斯特里赫特条约》规定为 60%的限制。“欧猪五国”中的四国(希腊、爱尔兰、意大利与葡萄牙)公共债务对国内生产总值之比超过 100%,并且呈现上升趋势。考虑到这些国家不能发行货币、经济增速急剧下滑以及因市场恐慌而抬高国债利率等因素,“欧猪五国”特别是希腊的债务已经失控,其违约风险越来越大。尽管希腊的国内生产总值在欧元区 16 国国内生产总值中占比仅为 2.6%,但“欧猪五国”的国内生产总值占比却高达 34.8%。一旦“欧猪五国”集体爆发公共债务危机,则欧元区金融市场与实体经济将面临灭顶之灾。

从总体规模来看(见表 1),截至 2010 年底,希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利、西班牙等“欧猪五

表 1 “欧猪五国”的公共债务分布状况(截至 2010 年底,单位:10 亿欧元)

|             | 希腊  | 爱尔兰 | 葡萄牙 | 意大利  | 西班牙 | 共计   |
|-------------|-----|-----|-----|------|-----|------|
| 债务总额        | 329 | 153 | 160 | 1843 | 639 | 3124 |
| 国内银行        | 69  | 9   | 22  | 252  | 229 | 581  |
| 欧元区其他国银行    | 54  | 13  | 35  | 191  | 81  | 374  |
| 其他银行持有      | 6   | 9   | 6   | n.a. | 23  | 44   |
| 国内外非银行投资者   | 119 | 100 | 77  | 1400 | 305 | 2001 |
| 欧洲中央银行      | 50  | 22  | 21  | 0    | 0   | 93   |
| 国际货币基金组织/欧盟 | 32  | 0   | 0   | 0    | 0   | 32   |

数据来源:Darvas(2011)。

\* 郭强,天津财经大学经济学院,讲师,经济学博士;董昀,中国社科院金融所博士后科研工作站,经济学博士;李向前,天津财经大学经济学院,副教授,经济学博士。本文是国家社科基金重大项目“人民币国际化进程中我国货币政策与汇率政策协调研究”(11&ZD017)与天津社科基金一般项目“金融结构变迁背景下宏观审慎政策与货币政策的关系研究”(TJYY12-022)的阶段性成果。作者感谢谭小芬、郑联盛及审稿人的指导意见。当然,文责自负。

① 数据来源:Economist。

国”的公共债务达到 31240 亿欧元,其中,国内外非银行投资者持有的规模最大,达到 20010 亿欧元;国内银行持有的规模是第二位,达到 5810 亿欧元;欧洲中央银行、国际货币基金组织(IMF)以及欧盟持有“欧猪五国”的公共债务相对较少。如果“欧猪五国”的公共债务不能得到偿还,很可能传染到银行系统,进而引发银行危机。

当前,有公共债务国家面临财政可持续性挑战,加上集中的短期债务展期和单一的投资者基础,一些欧元区主权国家很容易面临融资压力。这些压力溢出到银行部门,使得出现信贷收缩、增长减速和资产负债表弱化这种严重情景的可能性增加。为稳定融资市场并缓和风险,各国和跨国协调机构需要采取有力的应对措施。本研究旨在比较分析欧洲公共债务危机的解决方案,并评估已经采取的救助措施。其他部分安排如下:第一部分基于短期视角,介绍欧洲公共债务危机的解决方案;第二部分基于中长期视角,分析促进欧洲公共债务稳定的政策措施;第三部分介绍解决欧洲公共债务危机的进展;第四部分评估欧洲公共债务危机的救助措施;第五部分是评论性总结。

## 一、欧洲公共债务危机的解决方案:短期视角

欧洲各经济体导致公共债务危机的原因不尽相同。意大利和葡萄牙一直存在严重的竞争力不足问题。葡萄牙加入欧元区时,该国纺织业正与北非国家竞争,由于欧元不断走强,葡萄牙的纺织业突然丧失了竞争力。与此同时,在加入欧元区之前,意大利的经济模式一直是疲软货币。希腊政府早在 2002 年该国引入欧元时就已入不敷出,而且很久以来就是如此。外资的涌入与信贷的宽松,导致西班牙、爱尔兰的房地产泡沫,其后房价泡沫的破裂致使公共债务水平的上升。Reinhart and Rogoff(2009)总结了跨时八个世纪的公共债务的解决方案,大致来看,有以下几种情况:债务重组(减少现存债务数量的价值、减少利息成本与延长还款期限,或者转化为不可交易债务)、债务国违约、债权国实施炮舰政策执行债务合约、财政赤字货币化等,而国家违约的主要决定因素通常是偿还意愿而不是偿还能力(Reinhart and Rogoff,2009)。这些方案可以解决短期公共债务问题。

### (一)债务重组

金融机构应该认识到债务国负债数量太大,不可能全部还清,如果债券持有人试图收回全部债务,会破坏债务国的经济稳定,同通过谈判进行有条不紊的债务减免相比,这样做只会使情况更糟糕。为了促进债务国经济稳定与维护债券支持人的权益,可以进行债务重组。从历史上看,一些国家出现过债务重组的案例。比如,1932 年,英国把第一次世界大战以来的大部分未清偿债务统一转换为利率为 3.5%的永续年金;1947 年,苏联的货币改革使得私人持有的货币减值 90%(Reinhart and Rogoff,2009)。

根据 Mussa(2010)的研究,一国公共债务存量的变化取决于其基本赤字的规模,以及政府要支付的利息规模,一国债务是否可持续,取决于经济增长率与债务利率:如果经济增长率超过债务利率,那么公共债务占 GDP 的比重将会下降,反之则反是。具体到希腊公共债务危机,综合分析各种情况,希腊不可避免地要进行债务重组。针对包括希腊的欧洲外围国家(peripheral countries)的债务重组,Darvas et al.(2011)提出三项措施:其一,每年都降低欧盟的官方贷款利率直至 3.5%;其二,把欧盟的官方贷款期限延长至 30 年,并把国际货币基金组织的备用协定(standby agreement)转化为展期贷款业务(extended fund facility)<sup>①</sup>;其三,欧洲金融稳定基金(EFSF)收购欧洲中央银行持有的全部债券。

债务重组的不足之处在于:一方面,债券持有人作为一个整体同意减免某一国的债务,但是,

<sup>①</sup> 备用协定和展期贷款协定属于短期贷款和中期贷款,旨在暂时缓和国际收支的不平衡。

单个债券持有人都努力减少自己的损失,所以每个债券持有人都希望其他金融机构减免足够多的债务,以便开脱自己;另一方面,债务重组可能冲击债券持有人的资产负债表,影响金融稳定与经济稳定。

## (二)金融压制

在1945~1980年间,通过金融压制,对储蓄征收大量税收,是一些发达国家公共债务快速减少的主要因素(Reinhart and Sbrancia, 2011)。Reinhart and Rogoff(2009)指出实施金融压制时所采取的措施:其一,直接或者间接规定利率上限,特别是政府债务利率;其二,采取措施让国内居民直接向政府进行贷款。实施第一种方案的途径是:政府明确规定,比如Q条例规定了存款的最高利率;政府直接从银行贷款时,直接补贴银行利率;对于具有固定息票利率且不可交易的债务来说,规定利率上限;在中央银行的独立性有限的情况下,设定中央银行的利率目标。实施第二种方案的途径是:在布雷顿森林体系下,通过资本账户管制与汇率管制,使得本国居民不得不偏好该国金融机构的资产组合;高额的存款准备金,对银行变相征税;要求金融机构持有的资产组合中包含政府债务;对资产(包括政府债务工具)交易征收交易税。

金融压制的实质是:使得名义利率低于市场利率,从而减少政府公共债务支出,特别是在实际利率为负的情况下,收入不断从债权人转向债务人——政府。在1945~1955年期间,澳大利亚、意大利、英国与法国的每年金融压制收入对国内生产总值(GDP)的之比分别是6.2%、3.7%、4.5%与6.3%(Reinhart and Sbrancia, 2011)。

实施金融抑制不利于储蓄者,会鼓励生产资本密集型产品,不利于解决高失业率问题,会影响社会稳定;同时,实施较低的贷款利率上限,强化商业银行风险厌恶的偏好,缺少开发新的贷款机会的激励。

## (三)国际援助

债务国可以从欧盟及国际货币基金组织得到资金支持,作为条件,债务国必须承诺在欧盟及国际货币基金组织的监督下,进行长期改革。Economist(2011)提出,国际救助需要迅速采取四个步骤:首先,弄清楚哪些欧洲国家的流动性不足,哪些欧洲国家没有偿债能力,给予流动性不足的国家无限支持,对没有偿债能力的国家予以债务重组;其次,支持欧洲的银行,确保它们能够承受公共债务违约;第三,必须改变欧元区的宏观经济政策,使之从削减预算转向刺激经济增长;第四,必须设计一个新体系,以防止目前的糟糕状况再次发生。

这一方案类似于布雷迪计划,其核心思想是:债务的价值应该被减低,并且商业银行应该承担一部分损失。通过发行新债券来代替旧债券,在20世纪80年代至90年代,先后有17个发展中国家在布雷迪计划框架下与商业银行达成协议,比如,哥斯达黎加的对商业银行所欠的债务减少了65%,墨西哥的债务大约减少了35%。在布雷迪债务重组三年后,墨西哥、波兰、越南、约旦等10个国家的外债对国民生产总值(GNP)之比低于重组前的水平(Reinhart, Rogoff and Savastano, 2003)。

在进行国际援助中,由于涉及新的协约及得到议会和选民的同意,因此设计一个新体系以防止目前的糟糕状况再次发生将会花费较长时间。在援助的时间上,需要尽快决定是无限支持,还是债务重组,以及进行经济结构调整,以促进经济增长,终止欧洲财政的薄弱、银行的脆弱、对低增长的忧虑三者互相助长的恶性循环。

## 二、促进欧洲公共财政稳定:中长期视角

根据余永定(2000)的研究,财政稳定可以理解为,尽管在相当长时期之内不能实现财政收支平衡,但是,政府能够通过发行债券为政府赤字融资。关键的问题是,政府有没有能力或者公众认

为政府有没有能力偿还到期债务。国际上通用的衡量政府偿债能力的最重要指标是公共债务余额对国内生产总值之比,我们试图通过构建一个理论框架,分析降低公共债务对国内生产总值之比的途径。

### (一)财政稳定的理论框架

中央政府具有如下四种融资选择:增加税收  $T$ ;发行国债之类的有价证券  $\dot{B}$ ;出售政府资产  $A$ ;发行基础货币获得铸币税收入  $\dot{M}$ 。

中央政府的支出有两部分构成:中央政府自主支出(利息支出之外的中央政府支出)  $G$  与名义利率负担  $iB_0$ ,其中  $B_0$  为净债务水平,  $i$  为名义利率。

中央政府的预算约束为:

$$\dot{B} + \dot{M} + T + A = G + iB_0 \quad (1)$$

由等式(1),可得

$$\frac{\dot{B}}{B_0} = \frac{g}{b} - \frac{\tau}{b} - \frac{a}{b} + i - \frac{\dot{M}}{M} \cdot \frac{M}{GDP} \cdot \frac{1}{b} \quad (2)$$

其中,  $b = \frac{B_0}{GDP}$ ,  $g = \frac{G}{GDP}$ ,  $t = \frac{T}{GDP}$ ,  $a = \frac{A}{GDP}$ 。

由于  $b = \frac{B_0}{GDP} = \frac{B_0}{P \cdot Y}$ ,其中,  $P$  表示一般物价水平,  $Y$  表示真实产出,因此,对其取对数,并对时间变量求导并整理,可得

$$\frac{\dot{B}}{B_0} = \frac{\dot{b}}{b} + \pi + y \quad (3)$$

由等式(2)与等式(3),可得

$$\dot{b} = (g - \tau) + (i - \pi - y) \cdot b - \mu \cdot k - a \quad (4)$$

其中,  $\pi$  表示通货膨胀率,  $y$  表示经济增长速度,  $\mu = \frac{\dot{M}}{M}$  表示基础货币的增长率,  $k = \frac{1}{b} \cdot \frac{M}{P \cdot Y}$  表示现金持有系数,可以把  $\mu \cdot k$  看作铸币税,把  $k$  看作持有现金的计税基础,把  $\mu$  视为税率。

### (二)对财政稳定理论框架的阐释

从等式(4)可以看出,公共债务对国内生产总值之比的变化取决于:

(1)基本赤字  $d = g - \tau$ ,中央政府的自主支出与税收的差额。虽然根据李嘉图等价原理,财政收缩在短期内会增加住户和企业的信心,使得私人需求的增加恰好抵消政府需求的减少。根据经验研究,在短期通过运用基本预算盈余减少公共债务,可以维持政府财政的可信性。但是,通过财政收缩降低公共债务对经济的增长有害,每1个百分点的财政收缩在两年后通常会减少0.5个百分点的国内生产总值增长(Leigh et al., 2010),同时财政收缩在政治上很难行得通。

(2)实际债务负担  $(i - \pi - y) \cdot b$ 。具体来看,可以通过降低债券名义利率,提高通货膨胀率与刺激经济增长来降低公共债务对国内生产总值之比。通过强劲的经济增长应该是政府的首要选择,但是,在市场经济条件下,经济增长并不受政府的直接管控,政府只能采取稳健的宏观经济政策创造有益于经济增长的环境;债券名义利率是市场决定的,除非实施金融压制,否则,政府在其中发挥的作用有限;通过制造意外的通货膨胀,可以降低公共债务对国内生产总值之比,但是会对经济活动和社会福利造成很大的负面影响(Lucas, 2003)。

(3)创造货币所得的铸币税  $\mu \cdot k$ 。铸币税指在目前不可兑换货币制度下,中央银行从垄断发行基础货币中获得的利润。经济中可分为两个部门,一个为发行基础货币的政府部门——中央银行,



另一个为使用基础货币的私人部门,中央银行铸币税就是私人部门为使用基础货币而转移给政府部门的资源。有两种测算铸币税的方法。第一种是基础货币在一段时间内的增加量 $\dot{M}$ ,第二种是测算持有基础货币的机会成本,也就是 $i \cdot M$ 。其中, $i$ 代表在同一期间的短期名义利率, $M$ 代表基础货币存量。假定货币流通速度固定不变,再假定真实利率等于真实增长率,那么这两种测算方法的结果是一致的(证明见附录)。在经济增长快、通货膨胀高的国家,铸币税收入较高。而欧洲中央银行(ECB)的货币政策是主要经济体的中央银行之中最为保守的,同时,欧洲中央银行还不具备最后贷款人职能。

(4)出售政府资产 $a$ 。一般来说,每个国家都会拥有一些政府资产,在 20 世纪 70 年代,法国、意大利和德国公共部门的经济参与度很高,尤其在冶金、能源和公共事业等重要的重工业部门。在 20 世纪 80 年代和 90 年代,出于削减公共债务的经济目的和出于减少政府对经济干预的政治目的,其中很大一部分被售予民间部门。这些交易给政府带来非常大的收入,在 1000~2000 亿美元之间。除此之外,政府还持有上市公司股票与非上市公司股权。Deo(2011)的研究表明欧元区各国政府持有的金融资产是 2.35 万亿欧元,达到欧元区国内生产总值的 26%,非金融固定资产达到欧元区 GDP 的 45%左右。政府可以通过证券化、售后回租及其他形式的房地产动态管理与私有化等途径利用这些资产偿还债务,这在短期内将为经常账户赤字提供资金,在长期内产生新的经济活动,促进经济增长。但是,在出售政府资产过程中,会因为政治、法律以及技术上(无论是私人部门还是其他国家深度参与都会引起国内一些民众的不满)的原因而进展缓慢。

在经济增长前景的不确定性仍在继续,经济突然倒退的风险会破坏财政可持续性和金融稳定的背景之下,一方面,许多先进经济体必须在收缩财政和展期风险之间达到一种微妙的平衡;另一方面,又必须确保经济充分增长以避免不利的债务动态和不可持续的债务负担。面对这种情况,从中长期来看,可以采取折衷的方案,在解决陷入公共债务危机流动性风险的基础之上,综合运用降低基本赤字、减轻实际债务负担、出售政府资产等几项措施逐步为公共债务危机纾困。

### 三、解决欧洲公共债务危机的进展

虽然希腊经济本身在欧元区乃至全球经济中的权重有限,但希腊公共债务危机是欧洲公共债务危机的“风暴眼”。由于欧元区国家在金融上体系具有很强的相互依赖性,因此,如果希腊出现公共债务违约,使得出现信贷收缩、增长减速和资产负债表弱化这种严重情景的可能性增加,会通过金融渠道传染到其他国家,一些欧元区主权国家很容易面临融资压力,进而对其他国家造成破坏性影响,导致全球风险溢价大幅上升。为应对主权风险并增强对金融体系的信心,各国和跨国协调机构对希腊采取了有力的应对措施,有助于稳定金融市场并缓和风险。

#### (一)债务重组

私人部门参与对希腊债务可持续性来说至关重要,削减债务和增强竞争力能增强市场的信心,私人部门参与应确保希腊债务占国内生产总值比重 2020 年降至 120%。为此私人投资者将参与自愿债券交换项目,对所持有的希腊国债减记 50%,进行债务重组。2012 年 3 月 9 日,持有希腊政府发行的约 1720 亿欧元政府债券本金的债权人已投标交换债券,由于担心和私人债权人的债务重组谈判破裂,希腊政府启动集体行动条款(简称 CAC)<sup>①</sup>。希腊公共债务的减记金额约为 1000 亿欧元。

#### (二)国际救助

在希腊债务危机爆发之初,以德国与法国为核心的欧盟认为,这是由于希腊不遵守欧盟在《稳

<sup>①</sup> 如果不能获得足够多的投资者支持,希腊政府可能会颁布一项新法,使希腊未偿债券适用“集体行动条款”从而迫使债务重组得以进行。这实际上将令所谓“自愿性债务重组”转变为“强制性债务重组”。

定与增长公约》设定的财政赤字和公共债务上限而出现的债务危机,希腊必须为此承担责任,应该实施相应的财政紧缩以及经济改革政策。欧洲中央银行本来拥有提供无限制援助的能力,但德国和欧洲中央银行拒绝使用,欧元区北方的贷款国政府也不愿意投入更多的资金。

直到2010年4月底,在欧盟统计局公布债务水平之前,希腊与欧盟都认为可以控制债务危机的风险。在2010年4月初,欧盟和国际货币基金组织讨论的救助方案中的资金规模仅为450亿欧元,与希腊2010年度需要再融资的额度500亿欧元相当。

2010年5月2日,希腊与欧盟及国际货币基金组织达成救助协议,实施第一轮救助。欧盟与国际货币基金组织承诺向希腊提供总额1100亿欧元、利率为5%的贷款。其中800亿美元的资金来自欧洲政府,300亿美元的资金来自国际货币基金组织。该笔贷款规模预期可以满足未来3年内希腊政府的融资需求,其中,2010年300亿欧元,2011年与2012年各400亿欧元。

2011年欧元区7月21日峰会达成了扩大欧洲金融稳定基金(EFSF)<sup>①</sup>规模与权限的协议,其中将允许欧洲金融稳定基金向欧元区成员国发放危机预防贷款,并购买财政受困成员国国债。根据协议,希腊将得到总额1090亿欧元的第二轮救助贷款。协议还承诺,在数年内,希腊政府都不需要回到金融市场上借贷,而将从欧盟其他成员国和国际货币基金组织那里获得低息贷款:在2011~2014年期间,贷款年利率是3.5%,在2016~2018年期间,贷款利率是7%。2012年3月12日,对希腊1300亿欧元的第二轮救助方案已经从政治层面上被欧元集团采纳,债务重组是国际社会第二轮救助希腊方案的前提条件。

### (三)出售政府资产

在经济改革的进程中,希腊不断出售政府资产,推动私有化进程。希腊政府2011年5月23日表示,将加速推出其拖延已久的国有资产出售计划,在未来五年中出售价值500亿欧元的资产。为了加快私有化进程,希腊政府成立了希腊共和国资产发展基金(简称HRADF)。纳入私有化计划的公共资产都转移到希腊共和国资产发展基金再出售、开发或清算。正在转移到希腊共和国资产发展基金的资产有三类:房地产、公司股份和特许经营权。正在招标的主要资产包括港口、码头支线、机场、供水公司、高速公路、博彩、铁路和能源企业以及房地产资产等。

### (四)削减预算赤字

在欧盟及国际货币基金组织实施第一救助方案中,作为贷款条件,希腊政府承诺在未来3年内将财政预算削减300亿欧元,并在2014年将财政赤字与国内生产总值之比降低至3%。2011年6月30日,希腊议会以155票支持、136票反对的结果通过了284亿欧元5年紧缩财政计划执行法案,为欧盟及国际货币基金组织援助希腊扫清了障碍。在欧盟及国际货币基金组织实施第二轮救助方案中,资金来源包括通过私人投资者的债券展期筹资300亿欧元,通过出售希腊政府资产筹资300亿欧元,余下资金将通过欧盟和国际货币基金组织新增贷款筹得。

2012年3月2日,包括希腊在内的欧盟25国已经签署新财政紧缩公约。该财政公约由法国和德国在1月底的欧盟峰会上推出,要求国家预算实现平衡或盈余,年度结构性政府赤字不超过国内生产总值的0.5%。对于违反规则的成员国,欧盟委员会有自动的惩罚机制。

### (五)促进经济增长

欧盟、欧洲中央银行与国际货币基金组织在救助欧洲遭遇公共债务危机国家的同时,要求其采取措施加快经济改革,提高国际竞争力,促进经济增长。其中,2012年6月28至29日的欧盟峰会《增长与就业公约》的重要内容之一,就是将1200亿欧元将投向欧盟所有成员国,特别是陷入困境的成员国,支持中小企业发展以及年轻人就业,加强能源、交通与宽带等基础设施建设,以帮助

<sup>①</sup> 为了帮助可能陷入公共债务危机的欧元区成员国,防止危机进一步蔓延,欧元区成员国建立了欧洲金融稳定基金。从2012年10月起,欧洲稳定机制(ESM)将取代欧洲金融稳定基金,成为融资新项目的主要工具。

这些成员国实现经济增长走出危机。

#### 四、评估欧洲公共债务危机的解决措施

基于公共财政稳定框架,作为一个整体,欧元区的公共债务水平上升并不明显。欧元区爆发公共债务危机反映了欧元区深层次的结构性失衡和制度缺陷问题,在欧洲公共债务危机的应对上,方向是正确的,但是,力度与时机的控制有待商榷。

##### (一)测算欧洲公共债务对国内生产总值之比的走势

###### 1.样本区间

1999年1月,欧元进入国际金融市场,并允许银行和证券交易所进行欧元交易。欧元纸币和硬币于2002年1月才正式流通;2002年7月,本国货币退出流通,欧元成为欧元区唯一的合法货币。国际货币基金组织、经济合作与发展组织(OECD)等国际经济组织对宏观经济指标的预测到2016年,经济合作与发展组织对欧元区债务水平的发布从2005年开始。鉴于此,本文选择的样本区间是2005~2016年。

###### 2.数据来源

基本赤字  $d=g-\tau$  来自2011年9月份国际货币基金组织的《世界经济展望》中的广义政府财政差额与债务。实际债务负担  $(i-\pi-y)\cdot b$  中的债券利率2005~2010年的数据来自德意志中央银行的边际贷款便利利率(marginal lending facility),2011~2016年的利率来自 Darvas et al.(2011)的估计。通货膨胀率、经济增长率分别来自《世界经济展望》中的国内生产总值平减指数与世界产出概况。由于欧洲中央银行不发布货币供应量中的M0,因此,本文根据 Bénassy-Quéré et al.(2010)估计,在2009年,在欧元区,流通中的货币是600亿欧元,相当于国内生产总值的6.8%,短期利率是4%,铸币税收入对国内生产总值之比0.27%。考虑到受到国际金融危机的冲击,国内生产总值有所下滑,以及欧洲中央银行在2009年实施数量宽松的货币政策,2009年铸币税收入对国内生产总值之比会有所高估。因此,我们假定铸币税收入对国内生产总值之比0.25%。对于整个欧洲而言,政府出售资产的规模相对国内生产总值可以忽略不计,因此,把出售政府资产  $a$  看作0。

###### 3.公共债务与GDP之比的变化状况

图1报告了公共债务与国内生产总值之比的变化状况,作为一个整体,在2011年,由于欧元区的国内生产总值平减指数达到3%的高位,以及经济增长从2010年的-4.2%上升到2011年的1.7%,使得整个欧元区的公共债务与国内生产总值之比有所减少。但是,在2012年,由于受到经济增速同比下滑以及国债利率高企等因素影响,整个欧元区的公共债务与国内生产总值之比的有所增加。

##### (二)评估希腊公共债务危机的解决措施

作为一个整体,欧元区的公共债务水平上升并不明显,欧元区爆发危机反映了欧元区深层次的结构性失衡。以希腊为例,评估公共债务危机的解决措施可以看出,金融市场的不稳定与经济增长乏力导致公共债务水平居高不下。

###### 1.基本赤字有所减少

希腊政府承诺在未来3年内将财政预算削减300亿欧元,并在2014年将财政赤字与国内生产总值之比降低至3%。希腊政府为了实现

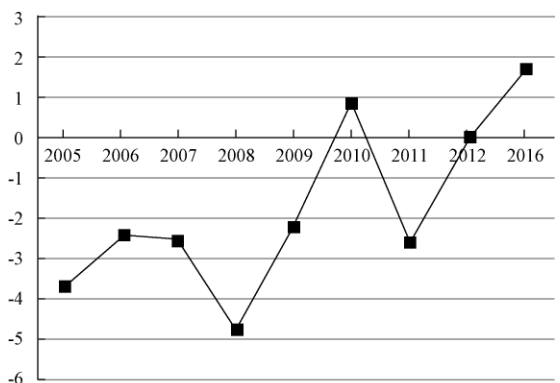


图1 公共债务与国内生产总值之比的变化状况

上述承诺,除了精简一部分公务人员外,还削减公务人员工资,在削减基本赤字方面,取得一定进展。根据国际货币基金组织的测算,2011年、2012年、2013年的基本赤字对国内生产总值之比分别为-6.8%、-4.6%、-2.8%。

## 2. 实际债务居高不下

在2009年底,希腊债务危机爆发之初,欧盟没有认识到希腊等国违约的可能性,采用应对流动性危机的方式,希腊花了3年的时间才进行债务重组,这种拖沓的处理措施不能系统地解决银行危机与债务危机的相互传染问题,导致希腊公共债务收益率持续上升与经济增长大幅下滑。2012年3月5日晚,希腊一年期国债收益率首次超过1000%。根据国际货币基金组织的预测,2012年与2013年希腊的经济增长速度分别是-6%与-4%。同时,由于市场需求疲软,通货膨胀水平很低,甚至出现通货紧缩,根据国际货币基金组织的预测,2012年与2013年希腊的通货膨胀率分别是0.9%与-1.1%。公共债务收益率高、经济增长下滑与通货紧缩压力,导致实际债务负担有所增加。

## 3. 铸币税收入微不足道

欧元区货币统一后,各个成员国不能通过创造货币获得大量铸币税,由于欧洲中央银行根据各成员国对欧洲中央银行的已缴资本份额来分配铸币税,就希腊而言,希腊已缴资本份额不足总额的3%,所以,创造货币所得的铸币税微乎其微。

## 4. 出售政府资产并不顺畅

为兑现在2020年前筹资500亿欧元的承诺,希腊政府向国内外出售政府资产。但是,由于时间紧迫,资产出售价格难以实现政府预期。2011年通过私有化筹集50亿欧元的目标落空,截至2012年11月,希腊资产出售计划仅筹资18亿欧元。政府在出售资产的过程中,受到希腊民众的反对。

总而言之,希腊在基本赤字方面取得一定进展,但是由于不能稳定金融市场与经济增长乏力,导致实际债务负担过重,同时,由于不能发行货币获取铸币税收入,以及出售政府资产方面进展缓慢,最终导致公共债务负担居高不下。

# 五、评论性总结

为了解决欧洲公共债务危机问题,短期来看,对于国际组织而言,需要欧盟、欧洲中央银行与国际货币基金组织相互协作,采取措施,抑制市场的恐慌情绪。对于债务国而言,在避免陷入公共债务危机流动性风险的基础之上,综合运用降低基本赤字、减轻实际债务负担、出售政府资产等几项措施逐步为公共债务危机纾困。对于债权国而言,通过债务重组等方式系统地解决潜在的债务违约问题,以及银行危机与债务危机的相互传染问题。就欧洲的实践而言,已经通过债务重组、国际救助来为希腊纾困。

目前来看,市场对欧元区的信心有所回升,金融环境得到一定改善:一些国家的长期公共债务利率有所下降;美国货币市场基金重新在欧元区投资;公司债的发行数额明显增加。但是,由于不能稳定金融市场与经济增长乏力,导致实际债务负担过重。同时,由于不能发行货币获取铸币税收入,以及出售政府资产方面进展缓慢,最终导致公共债务居高不下。

从中期来看,欧元区还需要遵循一个可信的路线图以确保财政可持续性,最终实现欧元区的财政一体化。从长期来看,对欧元区而言,需要实施财政一体化,财政盈余的国家把资金转移支付到财政赤字的国家,欧洲货币联盟将会评估资金接受国的财政预算,并要求它们采取措施提高国际竞争力,促进经济增长。同时,还需要具有为欧元区的问题银行提供无限资金的“最后贷款人”,以确保金融稳定与金融市场良好运转。



## 参考文献

- 莱因哈特、罗格夫(2010):《这次不一样?》,机械工业出版社。
- 余永定(2000):《财政稳定问题研究的一个理论框架》,《世界经济》,第 12 期。
- 余永定(2010):《从欧洲主权债危机到全球主权债危机》,《国际经济评论》,第 6 期。
- 张健华、张怀清(2009):《人民银行铸币税的测算和运用:1986~2008》,《经济研究》,第 7 期。
- 张明(2011):《新一轮欧债危机的演进历程、潜在冲击与应对策略》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文 No. 53。
- 郑联盛(2011):《美欧债务危机的比较》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文 No. 055。
- Bénassy-Quéré, A. et al.(2010): *Economic Policy: Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Blanchard, O.(2011): “The Future Of Macroeconomic Policy: Nine Tentative Conclusions”, IMF Direct.
- Cecchetti *et al.*(2011): “The Real Effects of Debt”, Paper Prepared for the “Achieving Maximum Long-Run Growth”, Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27, August.
- Christian, N.(2012): “The Euro Area is Moving in the Right Direction”, Speech at the Paris Europlace Financial Forum, Tokyo, December.
- Daniel, L. *et al.* (2010): “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation”, *World Economic Outlook*, October.
- Darvas Z. (2011): “Debt Restructuring in the Euro Area: A Necessary But Manageable Evil?”, Bruegel Policy Brief, No 2011/07.
- Economist (2011): “Europe’s Currency Crisis: How to Save the Euro”, *Economist* Print Edition, Sep 17<sup>th</sup>.
- Feldstein, M.(2011): “The Euro and European Economic Conditions”, NBER Working Paper No.17617.
- Gallen *et al.*(2003): “Public Debt In Emerging Markets: Is It Too High?”, *World Economic Outlook*, September.
- Lenain *et al.*(2011): “Restoring Fiscal Sustainability in the United States”, OECD Economics Department Working Papers No.806.
- Lucas, R. Jr.(2003): “Macroeconomic Priorities”, *American Economic Review*, 93,1-14.
- Mussa M. (2010): “Beware of Greeks Bearing Debts”, Peterson Institute for International Economics, May 17<sup>th</sup>.
- Reinhart C. and K. Rogoff (2011): “From Financial Crash to Debt Crisis”, *American Economic Review*, 101, 1676-1706.
- Reinhart, C. , K. Rogoff and M. Savastano (2003): “Debt Intolerance”, NBER Working Paper No. 9908.
- Reinhart, C. and K. Rogoff (2011): “A Decade of Debt”, NBER Working Paper No.16827.
- Reinhart,C. and M. Sbrancia(2011): “The Liquidation of Government Debt”, Peterson Institute for International Economics Working Paper No.11-10.
- Stephane,D.(2011): 政府如何利用其资产获得收益, UBS Investment Research, 7 月 20 日。
- Zsolt, D., P. Jean and S. André(2011): “A Comprehensive Approach to the Euro-area Debt Crisis”, Bruegel Policy Brief No. 2011/02.

(责任编辑:周莉萍)

## 附录 测算铸币税的两种方法等价

货币数量方程: $PY=MV$ ,其中  $V$  是货币流通速度。从长期来看,如果真实产出增长率(由生产函数决定)是  $g$ ,并且货币流通速度固定不变,那么基础货币增长 $\dot{M}/M$  等于价格增长率( $p=\Delta P/P$ )与真实产出增长率  $g$  之和。因此,可以得到:

$$\dot{M}/M = \pi + g \quad (1)$$

名义利率  $i$  是真实利率  $r$  与通货膨胀率之和: $i = p + r$ 。如果真实利率  $r$  等于真实产出增长率  $g$  (资本积累的黄金法则)。整理等式(1),可得:

$$\dot{M}/M = i \quad (2)$$

或者,等同于

$$\dot{M} = iM \quad (3)$$

因此,这两种测算铸币税的方法是等价的。

## Long- and Short-Term Money Demand Determinants in China: Analysis based on the Data before the Global Financial Crisis

XIE Rengming MA Yaxi

(Graduate School of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 102488, China)

**Abstract:** This article estimates the money demand function of M2, M1 and M0 in China separately based on seasonal data from 2000Q1 to 2008Q3. The cointegration analysis identifies stable long-run money demand function for M2 and M0. Moreover, the ECM analysis supports the stable short-run relationships between M0 and real GDP, nominal interest rate, and inflation expectation. The study suggests that M0 is the best short-run intermediate target for monetary policy.

**Key Words:** Money Demand Function; Money Supply; Error Correction Model

**JEL Classification:** E41; E43; E52

## Resolutions of European Public Debt Crisis: Theory and Practice

GUO Qiang<sup>[a]</sup> DONG Yun<sup>[b]</sup> LI Xiangqian<sup>[c]</sup>

(Economic School, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300204, China<sup>[a, c]</sup>; Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China<sup>[b]</sup>)

**Abstract:** The article discusses the various paths for the Euro Zone (EZ) countries to walk out of the public debt crisis. So far the EZ governments took the right direction in addressing the crisis although there were some flaws in the timing and intensity of interventions. In the long run, the financial stability of EZ depends on the perspective of economic growth and the recovery of financial market.

**Key Words:** Public Debt Crisis; Debt Restructuring; Financial Stability

**JEL Classification:** E61; E62

## Insurance Economics: An Update in Literature

WANG Xiaoquan YAN Jianjun SUN Qixiang

(School of Insurance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 611130;  
China Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China;  
School of Economics, Peking University, Beijing, 100871, China)

**Abstract:** The Insurance Economics have been developed greatly in the past few decades since the original paper of