

欧盟共同债券的演进、影响与展望 *

□ 王雪莹 翟东升

〔提 要〕欧盟共同债券机制在危机驱动下持续演进，取得了突破性进展。欧债危机期间，欧元区成员国联合发债的尝试为共同债券奠定了认知与实践基础。新冠疫情推动欧盟委员会首次大规模发行共同债券，以促进经济复苏。防务压力促使共同债券的目标从经济复苏外溢至国防建设，催生出区域性和灵活性更强的债券工具。共同债券不仅为国际社会提供了新的安全资产，还在提高欧元国际化水平、提升欧洲央行货币政策效能及强化欧委会权力扩张等方面发挥着积极作用，但其长远发展仍面临规模有限、欧盟内北方国家质疑甚至反对、执行效率低等现实挑战。

〔关 键 词〕共同债券、欧洲一体化、欧洲主权债务危机、“下一代欧盟”计划、欧洲安全行动

〔作者简介〕王雪莹，中央财经大学政府管理学院助理教授

翟东升，中国人民大学区域国别研究院院长、

中国人民大学国际关系学院教授

〔中图分类号〕F830.91, D814.1

〔文献标识码〕A

〔文章编号〕0452 8832 (2025) 6 期 0086-24

* 本文是国家社会科学基金青年项目“‘去风险’背景下欧盟成员国对华科技限制政策的差异性及中国应对研究”（项目批准号：25CGJ077）的阶段性成果；由“国家资助博士后研究人员计划”资助（编号：GZB20250579）。感谢《国际问题研究》编辑部和匿名评审专家提出的修改意见。

欧元诞生以来，与欧洲货币一体化的高歌猛进形成鲜明对比的是欧洲财政一体化的踟蹰不前。新冠疫情暴发后，欧盟成功发行共同债券，以债务一体化有力推动长期进展缓慢的财政一体化^[1]。若将危机背景下欧盟债务政策的目标视作移动的“靶子”，共同债券便是欧盟追击“靶子”的重要财政工具。尽管它表现出一定滞后性，常落在“靶子”身后，但每一次追击都能有效缓解欧盟面临的政策难题，并在实践中推动制度持续迭代升级。在新冠疫情、乌克兰危机等多重因素冲击欧盟经济的背景下，现有研究多聚焦外部冲击对欧盟的影响及其具体应对措施，^[2]对与纾困措施相伴而生的债务一体化进程关注不足。本文在梳理欧盟共同债券演进过程的基础上，解析欧盟共同债券的影响、局限性及未来趋势，以期丰富关于欧洲财政一体化的讨论，并对深化中欧经贸合作提供有益参考。

一、欧债危机与共同债券的认知和实践基础

欧洲主权债务危机（简称欧债危机）背景下，以救助危机国家、防止欧元区解体为“靶子”，欧盟决策者首次尝试联合发债。欧盟（欧元区）共同债券具有以下特征：由欧盟超国家机构（如欧盟委员会）^[3]发行；所有欧盟（欧元区）成员国一致同意并都有资格从中获益；以欧盟（欧元区）共有经费作为担保。欧债危机期间的多数政策提案与早期发债尝试并非严格的共同债券，但为后来共同债券的发行奠定了有益基础。

[1] 除债务一体化外，财政一体化还包括税收一体化、预算与支出一体化、财政规则一体化等诸多内容。

[2] 张磊：《欧盟应对新冠肺炎疫情机制及其局限》，《国际论坛》2020年第4期，第116—132页；门镜：《欧盟与俄乌冲突：困境与出路》，《俄罗斯研究》2022年第6期，第87—106页；周云亨、吴宗翰：《欧盟能源转型与中欧能源合作》，《国际问题研究》2024年第2期，第71—90页。

[3] 超国家机构与政府间机构（如欧盟理事会）的差别是，前者拥有成员国让渡的主权，而后者只是成员国合作的平台。

（一）围绕联合发债的政策讨论

欧债危机是欧元区诞生后面临的最严峻考验，为帮助受困国家脱困，联合发债一度成为热议的制度变革方案。当时，政策界和学术界普遍认为，统一货币政策与分散财政政策之间的张力是欧债危机的主因，^[1]而联合发债可从根本上弥补这一制度缺陷，降低受困国家的融资成本，帮助危机国家脱困并防止欧元区解体。为此，政策界和学术界提出多种方案，其中代表性方案有三。

第一，激进方案，主张参与国将国债发行权完全让渡给欧盟机构。例如，2011年11月，欧盟委员会（以下简称欧委会）发布《关于引入稳定债券可行性的绿皮书》，^[2]探讨了三种稳定债券（由欧元区国家共同发行）方案，其中第一种方案提议以稳定债券完全替代各国国债，并纳入连带担保条款，要求欧元区成员国对全部稳定债券承担连带责任。此种方案彻底剥夺了成员国的国债发行权，几乎不具可行性。

第二，保守方案，完全保留参与国的国债发行权。典型案例是优先级债券和次级债券方案，通过分层技术，将参与国国债打包重组为两种不同风险等级的证券：规模大、风险低的优先级债券和规模小、风险高的次级债券。^[3]该方案在不改变现有发债机制、不涉及连带担保的前提下，借助金融手段增加安全资产的供给，但未能从根本上为受困国家增信，危机国家国债大概率被归为次级债券，融资成本高，融资困境难以得到有效缓解。

第三，务实方案，将部分国债的发行权集中在新成立的政府间机构手中，

[1] Paul De Grauwe and Yuemei Ji, “How Much Fiscal Discipline in a Monetary Union?,” *Journal of Macroeconomics*, Vol.39, 2014, pp.348-360; 周茂荣、杨继梅：《“欧猪五国”主权债务危机及欧元发展前景》，《世界经济研究》2010年第11期，第20-25页。

[2] European Commission, “European Commission Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds,” November 23, 2011, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_11_820.

[3] Markus K. Brunnermeier et al., “ESBies: Safety in the Tranches,” *Economic Policy*, Vol.32, No.90, 2017, pp.175-219.

但成员国政府仍保留剩余国债的发行权。多数方案属于这一类别，但不同方案对国债发行权的集中范围存在分歧。其一，部分方案主张风险债券联合发行，安全债券单独发行，意图帮助参与国消解不合理的债务负担，同时保留其合理的发债自主权。德国经济专家委员会提出的欧洲赎回契约方案便属此类。^[1]该方案将参与国债务划分为国内生产总值（GDP）60% 以内和超出 60% 两部分；超额部分通过赎回基金融资（融资总额等同于超额债务）。如此一来，各国单独承担的超额风险债务将转化为多国共同担保的安全债务。其二，另有方案支持安全债券联合发行，风险债券单独发行。因联合发行债券的成本低于多数欧元区成员国单独发债的成本，这类方案的核心逻辑在于，通过降低适度发债的成本并提高过度发债的成本，激励适度举债、约束过度负债。极具影响力的“蓝债券与红债券”方案即属于这类方案，也就是将参与国的主权债务分为两部分：不超过 GDP60% 的部分转化为由欧元区成员国共同担保、统一发行的“蓝债券”（融资成本低，违约时由参与国共同偿付）；超出 60% 的部分则仍由各国自行发行红债券（风险自担，融资成本高）。其三，个别方案允许参与国自主决定联合发债和单独发债的比例。例如，时任卢森堡首相让-克洛德·容克和时任意大利经济与财政部长朱利奥·特雷蒙蒂提出的电子债券（E-bonds）方案，^[2]便允许参与国自主决定是否将国债转化为超国家电子债券及转化比例。

以上三类方案在现实中均未落地，主要是因为面临以下阻碍：一是主权分享阻碍，许多联合发债提案试图将成员国的部分发债自主权集中在某一机构手中，这对多数国家而言是难以接受的；二是合法性阻碍，《欧盟运行条约》（TFEU）的第 125 条（亦被称为“无救助条款”）禁止欧盟或其成员国为其他成员国的政府债务承担责任，成员国联合发债天然存在违背该条款的风险；

[1] Peter Bofinger et al., “A European Redemption Pact,” VoxEU, November 9, 2011, <https://cepr.org/voxeu/columns/european-redemption-pact>.

[2] Jean-Claude Juncker and Giulio Tremonti, “E-bonds Would End the Crisis,” *Financial Times*, December 5, 2010.

三是团结性阻碍，“北方圣人”与“南方罪人”的对抗性叙事广泛流传，强化了北方国家对南方国家的仇视；^[1]四是道德风险阻碍，只要涉及成员国风险共担，即便有严格的财政纪律用于威慑“搭便车”者，也依然存在“搭便车”的可能性。^[2]

（二）联合发债的尝试与滞后性

为规避上述重重阻碍，欧元区成员国成立了欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）开展债务融资活动，前者是临时性救助机构，后者是取代前者的永久性救助机制。EFSF 和 ESM 以欧元区国家集体信用在公开市场融资，并将融资所得以贷款形式提供给危机国家。二者都是政府间机构，不要求成员国让渡主权，重大决策由各国财长做出，机构本身的决策权十分有限。

EFSF 和 ESM 积极参与危机国家救助，有效遏制危机蔓延，防止欧元区解体。2011 年至 2019 年九年间，二者累计向五个国家（爱尔兰、葡萄牙、希腊、塞浦路斯和西班牙）提供了 2950 亿欧元的贷款，是同期国际货币基金组织（IMF）为成员国提供的资金总额的近 3 倍。^[3]以希腊为例，到 2018 年 8 月第三轮救助结束时，EFSF 和 ESM 已经成为希腊最大的债权人，持有其中央政府债务的 55.5%。^[4]彼时，希腊国债收益率基本回到危机前水平，反映出市场投资者基本恢复对希腊的信心。

尽管 EFSF 和 ESM 发挥了积极作用，但其资金规模往往难以及时满足危

[1] 以荷兰为例，2014 年，荷兰议会要求政府“强力反对任何形式的欧洲债务义务”。David Bokhorst and Magnus G. Schoeller, “Managing Constraint: Frugal Opposition to European Fiscal Solidarity,” *Journal of European Public Policy*, Vol.31, No.10, 2024, pp.3275-3298。

[2] 阿尔伯特·施魏因贝格尔、孙彦红：《欧债危机：一个德国视角的评估》，《欧洲研究》2012 年第 3 期，第 116-152 页。

[3] Nicola Giannarioli, “How the ESM Helps Europe,” ESM, April 21, 2020, <https://www.esm.europa.eu/blog/how-esm-helps-europe>; “Past IMF Disbursements and Repayments for All Members from May 01, 1984 to June 30, 2025,” IMF, <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrep1.aspx>.

[4] “Explainer on ESM and EFSF Financial Assistance for Greece,” ESM, August 20, 2018, <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece/explainer-esm-and-efs-f-financial-assistance-greece>.

机国家的实际需求。在对希腊的第一轮救助中，EFSF 尚未成立，导致第一轮救助缺乏公开市场融资渠道，规模有限，未能在危机初期遏制其升级势头。在 2012 年启动的第二轮救助中，EFSF 提供了 1418 亿欧元贷款，但规模仍显不足，主要用于维持希腊偿债能力，还附加了严苛的财政紧缩政策，未能帮助希腊实现经济复苏。前两轮救助的乏力促使“三驾马车”^[1]于 2015 年启动第三轮救助，ESM 取代 EFSF 为希腊拨付 619 亿欧元贷款。若 EFSF 与 ESM 能在危机初期便对希腊施以大规模救助，及时阻抑危机升级，那么对希腊的救助进程很可能不会迁延至 2018 年。

（三）奠定共同债券的认知与实践基础

欧债危机期间，围绕联合发债的政策讨论与早期尝试，为后续欧盟共同债券的出台奠定了重要的认知与实践基础。

认知层面，第一，欧债危机加深了决策者对共同债券的系统性理解。危机期间广泛的政策讨论使得决策者对共同债券这一复杂的政策工具更为熟悉，也让他们清晰了解了推行共同债券可能面临的阻碍。因此，面对新冠疫情这一新的挑战，政策制定者能够自然联想到共同债券及其政策难点，并在制度设计初期主动规避潜在阻碍。

第二，欧债危机期间的发债尝试有利于欧盟决策者转变对财政赤字的认知。危机期间，为降低危机国家的财政赤字，欧委会曾将严格的财政紧缩政策作为施行救助的前提条件。然而，财政紧缩不仅没有帮助危机国家走出经济衰退，反而一定程度上削弱了救助政策的纾困效力。^[2]因此，新冠疫情暴发后，欧盟政策界和学术界有不少人呼吁通过财政赤字扩张缓和危机，而非

[1] 欧委会、IMF 和欧洲央行。

[2] Grégory Claeys, “The European Central Bank in the COVID-19 Crisis: Whatever It Takes, within Its Mandate,” Bruegel Policy Contribution, No.2020/09, 2020, <https://www.bruegel.org/policy-brief/european-central-bank-covid-19-crisis-whatever-it-takes-within-its-mandate>; Emanuele Ferragina and Andrew Zola, “The End of Austerity as Common Sense? An Experimental Analysis of Public Opinion Shifts and Class Dynamics during the COVID-19 Crisis,” *New Political Economy*, Vol.27, No.2, 2022, pp.329-346.

复刻欧债危机期间严格的紧缩政策；而财政赤字的扩张，自然意味着需通过增发债务为政府融资。

实践层面，EFSF 和 ESM 的发债尝试具备了共同债券的早期特征，但又不需要获得全部欧盟成员国的同意，是一次宝贵的政策实践，从四个维度为欧盟共同债券奠定了基础：

第一，减轻了对道德风险隐患的顾虑。截至目前，受救助国家都能按时偿债并推行财政紧缩等结构性改革，没有任何一个成员国对 EFSF 和 ESM 违约。

第二，开辟了只做“增量”不动“存量”的发债道路。前述政策界和学术界提出的联合发债方案普遍提议成员国将部分发债自主权上交给欧盟机构，这对多数成员国而言是无法接受的。而 EFSF 和 ESM 的发债所得只作为对危机国家政府的增量财政支持，不侵蚀其既有发债空间。

第三，凸显了联合发债的政策效能及局限性。EFSF 和 ESM 的救助行动遏制了危机蔓延，帮助希腊维持了必要的偿债能力，避免其陷入无序债务违约；同时确保德国、法国的商业银行稳定收回希腊的债款，维系了两国国内金融体系的稳定。^[1] 但 EFSF 和 ESM 对希腊的救助介入较晚、规模较小，同时还附加了严格的财政紧缩条件，尽管起到了积极作用，但并未推动希腊快速实现经济复苏，还加剧了社会阵痛，引发了多轮社会抗议。EFSF 和 ESM 的尝试表明在危机初期施行更大规模且不附加财政紧缩条件的刺激方案至关重要。

第四，体现了国际市场对欧元计价安全资产的旺盛需求。举例而言，2011年1月25日，EFSF 成功发行了首笔规模为 50 亿欧元的债券，获得了高达 445 亿欧元的认购订单，约为发行金额的 9 倍，^[2] 这表明在危机中依托集体信用进行市场融资是可行的。

[1] 杰罗姆·鲁斯：《主权债务简史》，黄名剑、张文婷译，中信出版集团 2020 年版，第 323—350 页。

[2] Ben Martin and Esteban Duarte, “EFSF Revives 3 Billion-Euro Bond Sale Amid Deepening Crisis,” Bloomberg, November 8, 2011, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-07/europe-s-bailout-fund-said-to-revive-3-billion-euro-sale-of-10-year-bonds?embedded-checkout=true>.

二、新冠疫情与共同债券的重大制度突破

新冠疫情大流行期间，欧盟债务政策的“靶子”从救助个别危机国家转变为全欧盟经济复苏，EFSF 和 ESM 难以追击这一新的“靶子”。因此，欧盟成员国历史上首次联合发行共同债券。^[1]

（一）制度突破及其滞后性

新冠疫情背景下，欧盟出台了两项以共同债券支持的经济复苏计划，一是“紧急状态下减轻失业风险援助”（SURE）计划，二是“下一代欧盟”（NGEU）计划，意味着欧盟实现重大制度突破，有力推动债务一体化和财政一体化进程。

2020 年 5 月，SURE 计划启动，以发行社会债券的方式为劳动者提供就业保障。该计划由双重担保机制保驾护航：一是总额为 250 亿欧元的成员国自愿担保体系，二是欧盟预算的可用余额。截至 2022 年 12 月，SURE 计划已完成最后一笔拨款，总融资规模为 984 亿欧元。

与 SURE 计划相比，NGEU 计划对财政一体化的推动力度更大，受到国际社会广泛关注。2020 年 7 月，欧盟成员国就规模为 8069 亿欧元的 NGEU 计划达成共识。^[2] 该计划致力于支持欧盟的长期经济增长，重点推动绿色化和数字化转型，绝大多数资金由欧委会发行共同债券筹集。欧盟以其预算的可用余额为 NGEU 计划提供担保。为确保欧盟预算中有足够的可用余额用于偿债，欧盟将其预算中占国民总收入（GNI）1.4% 的自有资源上限提高了 0.6% 至

[1] 事实上，欧盟共同债券的发行可以追溯到 1970 年代。彼时，为应对石油危机，欧盟前身——欧洲共同体成员国，在共同体贷款机制（CLM）框架下通过公开发行债券和向大型商业银行借款两种方式融资，为国际收支结构失衡的成员国纾困。欧盟成立后，CLM 被归入欧盟国际收支便利（BoP Facility）机制，但是仅适用于欧盟内部的非欧元区国家，适用范围和规模都十分有限。

[2] 按 2018 年价格计算，NGEU 计划的规模是 7500 亿欧元；按照现价计算，规模是 8069 亿欧元。European Commission, “Recovery Plan for Europe,” https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_en。

2%，这一上调措施的有效期至 2058 年。^[1]

NGEU 计划包含多个工具和项目，其中，复苏与韧性基金（RRF）占比最大，共计约 7238 亿欧元（含 3858 亿欧元贷款和 3380 亿欧元赠款）^[2]，赠款部分通过欧盟预算偿还，贷款部分由各贷款国偿还。RRF 向受疫情冲击严重、经济基础薄弱的国家倾斜：意大利是最大受惠国，获得 1944 亿欧元（占该国 2020 年 GDP 的 11.64%）；西班牙位居第二，获得 1630 亿欧元（占该国 2020 年 GDP 的 14.43%）；而德国却仅获得 303 亿欧元（占该国 2020 年 GDP 的 0.88%）^[3]。

尽管 NGEU 计划影响深远，被称为欧盟的“汉密尔顿时刻”^[4]，但仍显露出一定滞后性，资金拨付进程迟缓，为应对疫情设计的政策工具在能源危机面前渐显乏力。计划的初始目标是缓解疫情冲击，但当资金陆续到位时，欧盟经济复苏的首要阻碍已从疫情切换为乌克兰危机引发的能源危机。^[5]为此，欧盟自 2023 年 3 月起要求成员国修改复苏与韧性计划^[6]，新增专项章节应对能源危机。然而，利用为疫情设计的政策工具应对能源危机，存在天然的结构性缺陷：RRF 的资金分配本就向西班牙、意大利等疫情重灾国倾斜，对德国等受能源危机重创的国家关注不足。这种政策错配助长了一种特殊的经济现象：欧洲经济“火车头”德国连续两年（2023 年和 2024 年）陷入经济衰退，而意大利、西班牙的经济却相对强劲。

[1] European Commission, “NextGenerationEU,” https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_en#repayment-of-the-borrowing.

[2] European Commission, “Recovery Plan for Europe.”

[3] European Commission, “The Recovery and Resilience Facility: Country Pages,” https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility/country-pages_en.

[4] Luca Lionello, “Next Generation EU: Has the Hamiltonian Moment Come for Europe?,” *Eurojus*, Vol.4, 2020, pp.22-42.

[5] 乌克兰危机前，RRF 的资金拨付比例仅为 10%。European Commission, “Recovery and Resilience Plan Disbursements,” https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/disbursements.html。

[6] 该计划是成员国获得 RRF 拨款的前提条件。

（二）制度突破的表现与原因

前述疫情背景下的两项经济复苏计划，尤其是 NGEU 计划，标志着共同债券取得了重大制度突破，其突破性主要表现在以下五个方面：第一，融资模式方面，NGEU 计划意味着欧盟告别背对背融资^[1]，实现统一融资。二者的区别在于：背对背模式下，作为中间人，发债机构会在发债时明确列出受益成员国名单，并将融资所得以贷款形式拨付给成员国；贷款到期后，由成员国还本付息给机构，再由机构偿还投资者。而统一融资模式下，欧委会以单一名称“欧盟债券”筹资后进行资金分配，无需向市场特别说明资金用途，灵活性更高。第二，融资主体与受益范围方面，欧委会首次大规模发行令全体成员国受益的债券，突破了陷入国际收支困境或债务偿付困境的成员国优先受益的先例。第三，还款机制方面，NGEU 计划打破了受益国家自行承担偿债义务的传统，其赠款部分由欧委会以共同财政资源还款。第四，担保机制方面，NGEU 计划由欧盟预算担保，不再受制于成员国的担保意愿。第五，附加条件方面，SURE 计划和 NGEU 计划摒弃了财政紧缩政策这一资助前提，将附加条件从刚性财政约束转向投资计划的完成进度。

新冠疫情背景下，欧盟成员国就大规模共同发债快速达成一致，这一突破性进展的主要原因有以下四点：

第一，政治遗产方面，欧债危机为共同债券奠定了认知和实践基础，让决策者更加了解共同债券方案，改变了其对财政赤字的固有认知。此外，EFSF 和 ESM 的早期尝试验证了共同债券的可行性，还在一定程度上突破了《欧盟运行条约》第 125 条的限制，降低了欧盟法律层面的阻力。

第二，危机性质方面，新冠疫情的外生性和对称性推动各国团结一致，应对共同危机。新冠疫情将欧盟债务政策的“靶子”从救助危机国家转变为推动共同复苏，专注于应对个别危机的 ESM 显然无法完成这一使命。疫情暴

[1] 不论是 EFSF 和 ESM，还是 SURE 计划，均属于背对背融资。

发伊始，九个欧盟成员国^[1]的国家元首签署了一封致欧洲理事会时任主席米歇尔的公开信，强调新冠疫情是对称的外部冲击，没有任何一个成员国有义务对危机负责，但每个成员国都承担着危机造成的负面后果，提议发行共同债券。^[2]此外，德国立场的转向为共同债券的发行注入了关键动力。与欧债危机期间的谨慎立场不同，2020年5月，德国总理默克尔与法国总统马克龙发布联合声明，表示支持发行5000亿欧元共同债券。^[3]

第三，机制设置方面，欧委会设置的发债机制从增量性、临时性、聚焦性和条件性等方面加快了成员国达成共识的进程。增量性方面，与EFSF和ESM类似，欧委会发债所得将转化为成员国的额外财政资源，各国固有发债自主权不受影响。临时性方面，SURE计划和NGEU计划都是临时机制，这一特质缓和了欧盟成员国对永久性承担他国财政支出的担忧。聚焦性方面，两项计划均聚焦共同优先事项：SURE计划保障就业，而NGEU计划主要支持多数成员国共同关注的绿色化和数字化转型。^[4]条件性方面，只有符合欧委会相关条件的成员国才能顺畅获得资金支持，资金滥用概率低。以RRF为例，成员国必须提交执行国家复苏与韧性计划并如期完成任务才能获得资金。^[5]

第四，国际竞争力方面，在新兴技术领域，欧盟已全面落后于中国和美

[1] 比利时、法国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、葡萄牙、斯洛文尼亚和西班牙。

[2] Waltraud Schelkle, “Fiscal Integration in an Experimental Union: How Path-breaking Was the EU’s Response to the COVID-19 Pandemic?,” *Journal of Common Market Studies*, Vol.59, Suppl.1, 2021, p.44.

[3] “Alice Tidey, Macron and Merkel Back EU Bond to Raise €500 Billion for COVID-19 Recovery Plan,” Euronews, May 18, 2020, <https://www.euronews.com/2020/05/18/macron-and-merkel-back-eu-bond-to-raise-500-billion-for-covid-19-recovery-plan>.

[4] RRF要求成员国将至少37%的预算用于气候目标，20%用于数字化措施。European Commission, “The Recovery and Resilience Facility,” https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_en.

[5] 这一约束条件并非虚设，2022年底，因匈牙利和波兰被认为不尊重法治原则，破坏司法系统，欧盟启用了RRF的冻结程序。Zselyke Csaky, “Freezing EU Funds: An Effective Tool to Enforce the Rule of Law?,” Center for European Reform, February 27, 2025, <https://www.cer.eu/insights/freezing-eu-funds-effective-tool-enforce-rule-law>; Sandor Zsiros, “MEPs Call on European Commission to Cut Hungary off from EU Funds,” Euronews, May 22, 2025, <https://www.euronews.com/my-europe/2025/05/22/meps-call-on-commission-to-cut-hungary-off-from-eu-funds>.

国，^[1] 这促使欧盟内部产生了强烈的危机感。在此背景下，以共同债券推动绿色化和数字化双重转型不仅被视为经济复苏的路径，更关乎其在大国竞争中的地位与经济安全。^[2]

三、共同防务压力与共同债券的功能外溢

在沉重的防务压力下，欧盟债务政策迎来了新的“靶子”——提升共同防务能力。对在美国安全保护下承平日久的欧盟而言，这一新目标带来了巨大挑战，聚焦绿色与数字领域的 NGEU 计划难以担此重任。因此，为追击新的“靶子”，欧盟成员国打破了共同债券的临时性限制，就再次发行共同债券达成共识。

（一）欧洲安全行动及其滞后性

当前，欧盟面临严峻的防务压力，此种压力主要源于三个彼此关联的因素。第一，乌克兰危机让欧盟国家，尤其是北欧和中东欧国家，加深了对国防安全的忧虑，^[3] 也促使决策层更加关注国防议题。第二，美国安全保护的缺位风险促使欧盟不得不强化自身防务建设。第三，欧盟的防务能力建设存在显著弱点：多年的防务开支削减导致了严重的投资不足和能力缺陷；^[4] 防务采购多来自非欧盟国家（以美国为主），防务供应链高度对外依赖，脆弱

[1] Mario Draghi, “The Future of European Competitiveness,” September 2024, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf.

[2] Linda Monsees and Daniel Lambach, “Digital Sovereignty, Geopolitical Imaginaries, and the Reproduction of European Identity,” *European Security*, Vol.31, No.3, 2022, pp.377-394; 解楠楠、吴雨晴：《欧盟对华“去风险”战略逻辑、趋向及限度——兼论新一届欧盟委员会对华“去风险”战略态势》，《德国研究》2025年第1期，第4-25页。

[3] “欧洲晴雨表”2024年春季调查显示，77%的被调查者支持欧盟成员国建立共同的防务和安全政策，71%的被调查者认为欧盟需要加强其军事装备生产能力。European Union, “Standard Eurobarometer 101-Spring 2024,” <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/3216>。

[4] 2024年，27个欧盟成员国的国防支出GDP占比平均值为1.98%，这一数值较历史水平已有所提升。2019年，也即乌克兰危机前，该值仅为1.45%。SIPRI, “SIPRI Military Expenditure Database,” <https://www.sipri.org/databases/milex>。

性强；^[1] 成员国的国防体系缺少配合，碎片化程度高，开展了诸多重复建设。

在此背景下，2024年初，法国和爱沙尼亚提议发行共同债券为防务融资，且得到了意大利、西班牙、波兰等国的支持，^[2] 但成员国分歧使得债券发行进程被延宕：首先，德国和荷兰明确反对，主张共同债券仅是新冠疫情下的一次性工具，不应被再度启用；^[3] 其次，部分对俄罗斯威胁感知较弱的国家及欧盟中立国对共同债券持怀疑态度；再次，一些国家反对纳入“购买欧洲货”条款，因为该条款意味着联合采购资金将主要流向法国等拥有大型国防工业企业的国家，而对其他国家而言，采购欧洲之外的国防产品性价比更高；最后，成员国在共同债券方案的资金形式上存在分歧，法国、意大利、西班牙等国希望欧盟以赠款而非贷款的形式提供支持，但考虑到德国、荷兰等国的强硬态度，欧委会未采纳这一诉求。^[4] 成员国分歧导致的滞后性让欧盟错失了强化防务建设的部分宝贵时间。

经过激烈争论，欧盟成员国最终达成共识，同意出台新的共同债券工具加强防务建设。作为欧委会“欧洲重新武装”（ReArm Europe）计划的一部分，欧洲安全行动（SAFE）应运而生。2025年5月底，该行动正式得到批准，这

[1] 2015年至2019年期间，美国向北约欧洲成员国提供了52%的进口军事装备，而在随后的五年里，作为对乌克兰危机的响应，欧盟加大军事装备购买力度，导致这一比例上升至64%。SIPRI，“Ukraine the World’s Biggest Arms Importer; United States’ Dominance of Global Arms Exports Grows as Russian Exports Continue to Fall,” March 10, 2025, <https://www.sipri.org/media/press-release/2025/ukraine-worlds-biggest-arms-importer-united-states-dominance-global-arms-exports-grows-russian>。

[2] Luigi Scazzieri and Sander Tordoir, “European Common Debt: Is Defence Different?,” Center for European Reform, November 5, 2024, <https://www.cer.eu/publications/archive/policy-brief/2024/european-common-debt-defence-different>.

[3] “Germany Sceptical of EU Bonds but Backs Joint Defence Projects, Finmin Says,” Reuters, March 10, 2025, <https://www.reuters.com/world/europe/germany-sceptical-eu-bonds-backs-joint-defence-projects-finmin-says-2025-03-10/>; “Dutch Parliament Urges Government not to Join EU Defence Plan,” Reuters, March 12, 2025, <https://www.reuters.com/world/europe/dutch-parliament-urges-government-not-join-eu-defence-plan-2025-03-11/>.

[4] Gregorio Sorgi and Giovanna Faggionato, “Southern Europe Rebuffs von der Leyen’s Debt-based Defense Plan,” Politico, March 26, 2025, <https://www.politico.eu/article/southern-europe-ursula-von-der-leyen-defense-plan-debt-france-italy-spain/>.

意味着欧委会将以欧盟预算为担保，发行 1500 亿欧元的欧盟债券，用于支持防空、火炮、无人机等七个优先领域的联合采购，旨在强化欧洲的防务技术与工业基础。该行动是一项临时政策工具，其资金拨付的截止日期是 2030 年 12 月 31 日。

（二）SAFE 与 NGEU 计划比较分析

SAFE 是欧委会继 NGEU 计划之后，第二个以统一融资^[1]方式筹资的政策工具。二者所瞄准的“靶子”不同：NGEU 计划旨在以绿色化和数字化转型拉动欧盟经济复苏，而 SAFE 聚焦共同防务建设。除此之外，在制度设计层面，与 NGEU 计划相比，SAFE 展现出更为突出的区域属性和灵活性，但其债务一体化程度更低。

第一，SAFE 以联合采购条款增强区域内合作，而 NGEU 计划未能通过类似机制设计鼓励本土合作。SAFE 通常要求至少两个符合条件的国家开展联合采购，^[2]此规定可以从两方面强化国家间合作：一是增强议价能力，吸引更多国家联合起来，保证一定的规模以获得优惠的采购价格，改变既往欧洲小国被迫接受卖方定价的局面；二是能够降低各国国防设施的差异性，提高不同国家武装部队协同作战的能力，避免欧洲国家国防体系的重复建设。

值得一提的是，为将更多欧洲国家团结起来，联合采购的范畴不仅限于欧盟成员国，还包括符合条件的非欧盟欧洲国家^[3]，如欧洲经济区—欧洲自由贸易联盟（EEA-EFTA）国家^[4]、准成员国、候选国（如乌克兰）、潜在候选国以及与欧盟签署安全与防务伙伴关系的国家（包括英国）。不仅如此，SAFE 还计划与上述非欧盟欧洲国家缔结双边或多边协议，据此协议，可放宽采购资格审查。

[1] 即欧委会不会为 SAFE 单独发行国防债券，而是通过常规的欧盟债券发行来支持这一项目。

[2] 为应对当前的地缘政治形势和对国防装备进行大规模投资的迫切需要，SAFE 在有限时间内允许只涉及一个成员国的采购。

[3] 符合条件的非欧盟欧洲国家可以参与联合采购，但欧盟不会为其提供优惠贷款。

[4] EEA-EFTA 国家包括冰岛、列支敦士登和挪威。

第二，SAFE 以“购买欧洲货”条款支持本区域工业发展，而 NGEU 计划缺乏类似的条款。乌克兰危机背景下，欧盟加大防务投入力度，但大量防务资金被用于军事装备进口，无益于本区域防务工业的长足发展。SAFE 要求采购对象必须设立在欧盟、EEA-EFTA 国家或者乌克兰境内，来自这些地区以外的零部件成本不得超过最终产品价值的 35%。此规定排除了成员国使用 SAFE 贷款直接从美国进行大规模军事设备采购的可能性，旨在将投资留在欧洲内部，扶持本土防务工业。

第三，NGEU 计划根据各国受新冠疫情的冲击程度确定资金配额，而 SAFE 取消配额制度以强化政策工具的灵活性。乌克兰危机爆发时，NGEU 计划以新冠疫情为主要政策目标的设计显得较为僵硬，难以有效帮助深受乌克兰危机影响的国家。而 SAFE 不在成员国间设定固定配额，依据各国上报的采购需求确定贷款额度，灵活性强，能及时根据国际政治局势的变化调整对不同成员国的资金支持力度。

第四，SAFE 的债务一体化程度低于 NGEU 计划。这主要表现在两个方面：一是额度有限，仅提供 1500 亿欧元资金，相当于欧盟成员国 2024 年 GDP 的 0.8%，与 NGEU 计划相去甚远；二是以贷款而非赠款的方式为成员国提供国防采购支持，受益国需全额承担偿债义务，无任何债务由欧盟公共预算偿还。相对于 NGEU 计划，SAFE 债务一体化程度的“退化”主要是因为德国等欧盟内北方国家不愿意“支援”南方国家的国防建设。由此可见，共同债券的演进过程是曲折的、非线性的，面对不同类型的危机，成员国愿意让渡的利益也有差异，让渡意愿越强，相应政策工具的债务一体化程度越高。

（三）共同债券的功能外溢

尽管 SAFE 的债务一体化程度较 NGEU 计划有所弱化，但其在共同债券的演进过程中具有重要意义，它的问世标志着共同债券的功能正在发生深刻的外溢，主要体现在两个方面。

其一，尽管仍然遵循一事一议的原则，但共同债券正在从缓和新冠疫情

的临时举措演变为应对各类共同危机的常备工具。如前所述，新冠疫情的对称性促使各国同意以共同债券这一临时举措缓和危机的冲击。而防务压力则呈现非对称性，临近俄罗斯的、本国国防基础较差的国家所感受到的安全威胁明显强于其他国家。尽管如此，欧盟成员国仍然搁置分歧，同意发行共同债券。这意味着欧盟及其成员国正在对共同债券形成强依赖，当欧盟国家难以通过单一力量应对集体危机时，便自然而然地想到共同债券。

其二，共同债券的覆盖范围从较易实现联合的绿色和数字领域，外溢到难以达成共识的国防领域，适用场景日益广泛。NGEU 计划聚焦的绿色化和数字化转型，是欧盟长期以来重点推动的议程，一体化程度较高，已经拥有《欧洲绿色协议》《数字服务法》《数字市场法》等配套政策工具。相比之下，国防是国家主权的核心，多数成员国不愿意让渡国防主权，一体化进程十分缓慢。SAFE 的推出，表明欧委会正在利用其在财政方面的优势和共同防务压力的契机，推进和撬动高度主权敏感的欧洲防务一体化进程。

四、共同债券的影响、局限性及前景

共同债券的发行不仅增加了全球安全资产供给，亦有助于提升欧洲央行货币政策效力并助力欧委会权力扩张，但与此同时，共同债券的影响力仍受规模有限、成员国立场分歧及执行效率低等因素掣肘。未来，若欧盟能打破重重桎梏，推动既有发债计划加速落地并推出新的发债安排，共同债券的影响力将进一步增强。

（一）共同债券的影响

1. 增加全球安全资产供给

美国国债长期扮演全球首要安全资产的角色，^[1]这主要是因为其市场深

[1] 王晋斌、蒋冬雪：《美元信用边界与美国财政赤字货币化》，《国际金融》2021年第6期，第63–68页；陈卫东、熊启跃：《美国联邦政府债务风险及潜在冲击》，《国际金融研究》2025年第1期，第3–21页。

度和广度都是其他安全资产无法比拟的。^[1] 相比美国国债，其他安全资产市场都存在明显短板。市场深度（市场规模）方面，黄金市场总量有限，难以满足大规模投资需求。欧元计价的债券多由各欧元区成员国分散发行，安全性参差不齐，德国国债的安全性虽高，但其规模仅为美国国债的 5.3%，^[2] 而整个欧元区的国债总额也仅相当于美国的 30.6%。^[3] 中国国债规模亦有限，仅为美国的 13.3%，且可供国际投资者购买的份额极少，海外投资者持有的中国中央政府债务仅为持有美国国债的 0.58%。^[4] 市场广度（证券多样性）方面，美国国债市场远不限于各类不同期限债券的买卖，其广度还体现在期货、期权、利率互换协议等多种衍生品，其他安全资产的证券多样性远低于美国国债。

欧盟共同债券尚处于起步阶段，但它为全球提供了一种极具吸引力的、非美元计价的安全资产选项，有助于削弱美元和美国国债的“嚣张特权”。^[5] 欧盟已经在 NGEU 计划框架下完成约 40 次债券发行，几乎每次都获得了超额认购，认购倍数常超过 10 倍。由此可见，国际投资者普遍将欧盟债券视作安全资产。假以时日，随着市场规模的扩张和衍生证券类别的丰富，再叠加特朗普对美元信用的破坏，共同债券有望抢夺美国国债全球安全资产的份额。

事实上，推动共同债券成为受国际市场欢迎的安全资产，也契合欧盟领导人提升欧元国际化水平的诉求。2025 年 6 月，欧洲央行行长拉加德在英国

[1] 本文借用金融学中市场深度和广度的概念，在本文中，市场深度主要指市场规模，而市场广度主要指证券多样性。

[2] 欧委会和美国财政部数据显示，截至 2024 年底，德国国债总额为 1.88 万亿美元，美国国债总额为 35.47 万亿美元。

[3] 欧洲央行数据显示，截至 2024 年底，欧元区成员国的中央政府债券未偿金额约为 10.84 万亿美元。

[4] 中国财政部和中国国家统计局的公开数据显示，截至 2024 年底，中国国债余额为 34.56 万亿元人民币（约折合 4.73 万亿美元），仅 3346 亿元人民币（约折合 501.5 亿美元）国外债务（包括国外投资者持有的国债和少量贷款）。而同期美国未偿国债总额为 35.47 万亿美元，其中 8.61 万亿美元由国际投资者持有。

[5] 翟东升、王雪莹：《美国国债的嚣张特权与新时代的中国选择》，《现代国际关系》2024 年第 4 期，第 5—25 页。

《金融时报》发文呼吁加速欧元国际化进程。她指出，美元主导地位岌岌可危，欧元由此迎来难得的国际化机遇窗口，欧洲应充分发挥欧元的潜力，提升其国际化水平。拉加德特别强调，高质量安全资产的匮乏是制约欧元国际化的重大瓶颈：在欧盟，评级为 AA 级及以上的未偿主权债券规模不足其 GDP 的 50%，而美国的这一比例超过了 100%。^[1] 因此，增加欧元计价安全资产的供给是提升欧元国际化水平的关键，国际投资者广泛认可的欧盟债券可担此重任。未来，随着欧盟债券发行规模的持续扩大，将有更多国际投资者买入、卖出欧盟债券，更多中央银行将其纳入储备资产，欧元的计价、结算和储备地位将提升，其国际化水平也自然随之提高。

2. 提升欧洲央行货币政策效力

与美联储相比，欧洲央行的货币政策空间更小、传导效率更低，易受代表各国利益的成员国央行掣肘。例如，全球金融危机爆发后，美联储迅速出台量化宽松（QE）政策，购入大量美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）向市场注入流动性，推动美国金融市场和实体经济快速复苏。然而，受成员国央行的阻碍，欧洲央行直到 2015 年才正式施行 QE。在此之前，欧洲央行试图通过多种类似 QE 的政策工具提振市场信心，但面临双重阻碍，货币政策空间受到严重制约。具体而言，成员国层面，德国等成员国央行起初不愿意买入希腊债券，认为购买危机国家债券违背了《欧盟运行条约》；市场层面，即便欧洲央行提供了优惠条件，不少商业银行仍然不愿在危机期间铤而走险购买希腊等危机国家的债券。

尽管共同债券目前仍处于初始阶段，但若其规模大幅膨胀，将有效扩大欧洲央行的货币政策空间，提升其货币政策传导力度和危机应对能力。共同债券帮助欧洲央行免去了诸多合法性顾虑，购买共同债券不涉及直接为成员国政府提供财政资助，因而大概率不会违背《欧盟运行条约》。此外，共同债券的安全性接近德国债券、高于多数欧盟成员国国债，若发生危机，鼓励

[1] Christine Lagarde, “Europe’s ‘Global Euro’ Moment,” European Central Bank, June 17, 2025, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250617~7de14a39c3.en.html>.

成员国央行和商业银行购买共同债券的阻力明显小于鼓励其购买危机国家国债的阻力。换言之，共同债券让欧洲央行能够更为顺畅地在危机中为市场注入流动性。

3. 推动欧委会权力扩张

在欧洲一体化进程中，欧委会是欧盟“超国家性”的象征，但其职能与中央政府相比仍有显著差距。有限的财政资源是制约其权力扩张的关键因素。共同债券将为欧委会提供充裕的财政资源，使其无需严格受制于欧盟统一财政收入和各国上缴的经费，并从以下方面推动欧委会的权力扩张。

第一，欧委会获得了转移支付权。NGEU计划的赠款部分由欧委会直接以欧盟预算偿还，受益国和偿债国不再严格对应。换言之，欧委会有权将成员国A（如德国）缴纳的经费，用于偿还使成员国B（如希腊）受益的债务。虽然转移支付力度仍有极大差距，但可近似类比于中国中央政府有权将上海、北京等发达省市的税收，用于支持青海、甘肃等欠发达地区的经济建设。

第二，欧委会能够借助充裕的财政资源制衡成员国政府，促使其按照自身意愿行事。手握可观财政资源的欧委会，不仅能够决定共有资金在成员国内部的分配，还能根据成员国项目执行情况决定是否追加资金，引导成员国大力投资欧委会指定的共同优先事项。基于此特权，欧委会能够直接影响成员国的部分国内改革议程和财政支出走向，这种对内政的介入程度是不容小觑的。

第三，共同债券助力欧委会的地缘政治化倾向。2019年，初任欧委会主席的冯德莱恩在给同事的任务书中，明确将欧委会定义为“地缘政治委员会”。^[1]在其两个任期内，这一定位始终是工作重点。为此，2024年，欧委会历史上首次设立了主管防务和太空事务的委员。SAFE的出台意味着欧委会以财政为依托，初步介入各国国防政策的决策过程，是其以共同债券强化欧委会地缘政治权力的重要表现。

[1] European Commission, “A Stronger Europe in the World,” https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/story-von-der-leyen-commission/stronger-europe-world_en.

（二）共同债券的局限性

1. 规模有限

与主要大国的国债相比，欧盟共同债券现有规模仍十分有限，即便将其既有发债计划的预期发行规模考虑在内，其体量依然偏小。具体而言，截至 2024 年底，欧委会的未偿债券余额共计 5782 亿欧元，约合 6013.28 亿美元。^[1] 相比较而言，截至 2024 年底，美国、日本、中国和德国国债总额分别是 35.47 万亿、8.67 万亿、4.73 万亿和 1.88 万亿美元。倘若欧盟不出台新的共同债券计划，即便加上 NGEU 计划剩余约 9000 亿美元的发债额度和 SAFE1500 亿欧元（约合 1700 亿美元）的发债额度，以及欧盟在宏观金融援助（MFA）和乌克兰基金（Ukraine Facility）等其他机制下的少量发债额度，且不考虑债券到期偿还问题，到 2030 年底 SAFE 完成资金拨付时，欧盟共同债券总额大概率不会超过 2 万亿美元。

有限的规模制约着共同债券的影响力。尽管共同债券为国际社会提供了新的安全资产，但其体量不足，仍难以撼动美国国债作为全球主要安全资产的地位。此外，由于市场流通的共同债券规模依然偏小，其在提升欧洲央行货币政策效力和为欧委会权力扩张提供财政支撑方面，同样处于起步阶段。

2. 欧盟内北方国家的质疑与反对

发行共同债券意味着欧盟内信用较好的北方国家与信用较差的南方国家联合起来作为一个主体举债，这模糊了二者的信用边界，对北方国家的弊端至少有二：一是融资成本上升，市场基于成员国集体信用为共同债券定价，其收益率往往高于北方国家单独融资时的国债收益率，尤其高于德国国债收益率；二是存在加剧财政负担的潜在风险，发行共同债券往往伴随着共同担保，以 NGEU 计划为例，为给该计划提供担保，欧盟自有资源上限暂时提高，

[1] European Commission, “Half-yearly Report on the Implementation of Borrowing, Debt Management and Related Lending Operations Pursuant to Article 13 of Commission Implementing Decision, COM(2025) 70 final,” March 12, 2025, https://commission.europa.eu/document/download/0db0a95c-ea56-449a-a78f-8f2470fb713f_en?filename=H2%202024%20Half-yearly%20report%20on%20the%20implementation%20of%20borrowing%2C%20debt%20management%20and%20related%20lending%20operations.pdf.

尽管这并不意味着成员国需立即追缴资金，但如果南方国家出现债务违约风险，且欧盟预算的可用余额无法填补资金缺口，北方国家可能需要追缴资金以协助欧委会按时偿债。

鉴于联合举债对北方国家存在上述负面影响，其对共同债券的态度往往较南方国家更为审慎，甚至持反对立场。欧债危机期间，荷兰、德国等北方国家曾明确反对发行欧元区共同债券，^[1] 其强硬的反对立场在一定程度上促使欧元区国家放弃发行共同债券，转而推动成立仅聚焦救助功能且财政纪律严明的政府间机构 EFSF 和 ESM。即便如此，德国国内仍有民众主张二者违反德国宪法。虽然法院最终驳回了针对 EFSF 和 ESM 的申诉，但也对其施加了严格的限制条件，使其受到更多来自成员国的制约。^[2] 此外，即便是面对新冠疫情这样的对称性冲击，荷兰、奥地利、丹麦和瑞典等北方国家起初对共同债务持强烈反对态度，随着危机蔓延，其立场才逐渐软化。不仅如此，如前所述，面对严峻的防务压力，德国和荷兰起初也明确反对以联合举债方式为共同防务融资。

北方国家对联合举债的质疑乃至反对，制约着共同债券的发展进程：一方面延缓了共同债券计划达成共识的进程；另一方面也限制了其政策力度，如 SAFE 仅包含贷款形式，未纳入法国等国所期待的赠款内容。

3. 执行效率低

NGEU 计划的执行效率远低于预期。^[3] 以主体 RRF 为例，原定的资金拨付最后期限是 2026 年 12 月 31 日，截至 2025 年 7 月初，拨款的时间进度条已

[1] Tony Czuczka and Brian Parkin, “Merkel Rejects Euro Bonds as Failed Auction Fans Crisis Concerns,” Bloomberg, November 24, 2011, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-24/germany-rejects-euro-bonds-after-failed-auction-wake-up-call>; Christian Reiermann, “We Are All Threatened by Contagion,” Spiegel, August 22, 2011, <https://www.spiegel.de/international/spiegel/dutch-finance-minister-on-the-debt-crisis-we-are-all-threatened-by-contagion-a-781622.html>.

[2] “The ESM on Trial: Green Light from Germany,” European Stability Mechanism, <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/esm-trial-green-light-germany>.

[3] SAFE 的执行效率也偏低，得到正式批准约两个月后，仍未拨付任何资金。

经仅剩约 25%，但仍有约 56% 的资金未拨付。如前所述，正是因为执行效率低，当这项为疫情设计的财政刺激计划大规模落地时，能源危机已经取代疫情成为经济复苏的首要阻碍，政策目标的错位使其在危机应对中显现疲态。

RRF 执行效率低的主要原因有二：一是资金拨付流程冗长。成员国需先行制定复杂的复苏与韧性计划，经审批后方能获得首笔拨款，后续资金又与计划完成度挂钩，若执行遇阻便难以获得追加支持。二是成员国的资金使用能力有限，即便获得拨款也难以按照约定完成计划。根据相关条例，各国复苏与韧性计划中设定的里程碑（定性成就）和目标（定量成就）需在 2026 年 8 月 31 日前达成，但截至 2025 年 6 月，仍有约 70% 的里程碑和目标尚未达成。^[1]以意大利为例，其国内资助与基金拨款存在重叠，都关注绿色化和数字化转型，而国内优质项目本就匮乏，导致资助过剩，^[2]现有资金难觅合意项目，遑论尚未拨付的资金。

如前所述，无论是欧债危机期间联合发债的早期探索，还是新冠疫情及共同防务压力下欧委会正式发行的共同债券，欧盟的债券工具似乎每次都表现出一定滞后性。正是因为存在成员国立场分歧和执行效率低的局限性，债券工具落地时，待应对的公共危机往往已升级或转化。

（三）共同债券的未来前景

展望未来，共同债券将继续在危机驱动下不断演进，并深受欧盟机构与成员国政治博弈的影响。其发展前景可能呈现以下特点。

第一，共同债券难以引发欧元区系统性主权债务危机。德国和荷兰起初不同意发行共同债券为防务融资的重要理由，便是担忧此举会诱发一场新的

[1] The Brussels Times with Belga, “European Parliament Worried about the 2026 Deadline for the Post-Covid Recovery Plan,” The Brussels Times, June 19, 2025, <https://www.brusselstimes.com/1633847/european-parliament-worried-about-the-2026-deadline-for-the-post-covid-recovery-plan>.

[2] 备受争议的“超级补贴”事件（即通过 110% 的高额补贴推动住宅建筑节能改造）便是典型案例。Lorenzo Codogno, “Italy’s Superbonus 110%: Messing up with Demand Stimulus and the Need to Reinvent Fiscal Policy,” Working Paper 12/2024, July 15, 2024, <https://leap.luiss.it/wp-content/uploads/2024/07/WP12.24-Italys-Superbonus-110.pdf>。

债务危机。^[1]但共同债券的发行并不会引发类似于2010年代的欧债危机。欧债危机不仅是因为希腊等危机国家债务率高企，还因为其无法及时通过独立的货币政策纾解财政困境。而共同债券的债务人是欧委会，可以通过财政货币化的方式化解债务，欧洲央行天然可以作为欧委会债务的最终购买人。因此，共同债券的累积并不会诱发与欧债危机类似的新一轮债务危机。

第二，共同防务压力或推动欧盟出台更大规模的共同债券工具。当前，欧盟国家国防压力依然很大，若国内国际压力继续加剧，以更大规模发行共同债券可能是缓和防务压力的唯一选择。国内层面，不少欧盟国家，尤其是南欧国家，已经面临沉重的债务压力，难以依靠自身力量大规模提高国防支出。国际层面，共同防务压力有增无减。2025年6月，除西班牙之外的北约成员国承诺到2035年将国防开支占GDP的百分比提高至5%，其中3.5%用于核心国防支出，1.5%用于网络安全等国防相关措施。尽管欧盟仍对美国的安全保护抱有一定期待，但这种期待越来越不切实际。在国内国际压力的共同作用下，有智库报告提议通过更大规模的共同债券来强化防务建设，并激进地称“负债比死亡更好”。^[2]由此可见，尽管存在诸多掣肘因素，欧盟暂且难以找到共同债券之外的政策工具来疏解棘手的防务压力。倘若欧盟国家能够搁置分歧，出台更大规模的共同债券计划，那么共同债券的全球安全资产地位将进一步提升，其提升欧洲央行货币政策有效性和欧委会政治影响力的能力也将进一步增强。

第三，与新冠疫情期间相比，在当前政治经济格局下，推行大规模共同债券工具面临的北方国家阻力有增无减。在新冠疫情和能源危机双重冲击下，南方国家政府实施积极的财政政策为居民和企业纾困，已导致其债务高企，

[1] Carl Deconinck, “Dutch Reject EC’s Debt-driven €800bn Rearmament Plan,” Brussels Signal, March 12, 2025, <https://brusselssignal.eu/2025/03/dutch-reject-ecs-debt-driven-e800bn-rearmament-plan/>.

[2] Jan Macháček, “European Defense: Debt or Death,” CEPA, June 24, 2025, <https://cepa.org/article/european-defense-debt-or-death/>.

而SAFE的推进将进一步加重南欧国家的偿债压力。^[1]南方国家债务负担愈重，北方国家与之一同承担风险的意愿愈低，推动新共同债券计划的政治阻力便愈大。

五、结语

新冠疫情驱动欧盟首次就发行大规模共同债券达成内部共识，以债务一体化大力推动财政一体化。严峻的防务压力背景下，共同债券的职能从“高一体化”的绿色和数字领域拓展至“低一体化”的国防领域。共同债券的发行为全球投资者提供了新的安全资产，既是欧洲央行提升货币政策效力的重要契机，也是欧委会强化财政权力的关键杠杆。但共同债券仍然面临规模有限、北方国家的疑虑甚至反对、执行效率低等多重挑战。未来，共同债券将继续充当欧盟应对公共危机的核心政策工具，若能突破重重限制实现规模大幅扩张，其影响力将进一步增强。

中国应审慎评估欧盟共同债券的发展态势，若其市场广度和深度得到实质性提升，可适当加大增持力度，推动外汇储备结构多元化，深化中欧金融合作。

【责任编辑：母耕源】

[1] 欧盟统计局数据显示，截至2024年底，法国、意大利和西班牙中央政府债务占GDP的百分比分别为97.8%、132.5%、93.6%。中央政府债务占比已经远超《稳定与增长公约》建议的60%水平，遑论一般政府债务。