

## 欧元最美好的时光来临了吗？

Charles Wyplosz

对于那些幸运地加入欧元区这一高级俱乐部的国家来说，欧元已然成为一个安全港。

几年前，正当我们准备庆祝欧元10周年华诞时，最常提到的话题就是这个新货币还未经受过严峻的考验。其前景如何，我们确实知之甚少！金融危机——现在已变成经济危机——使欧元区面临诸多不同的考验。许多欧洲人认为，实践证明实行单一货币是正确的，并且目前欧元处于完全的优势地位。我个人赞成前一种观点，但对后一种看法深感疑虑。

人们一直认为，创建单一货币最主要的理由是避免对汇率的投机性攻击，因为币值的大幅度波动威胁着欧盟商品和服务的单一市场。这就是为何在放宽资本流动管制的同时决定采用欧元的原因(Baldwin 和 Wyplosz, 2009年)。

从这次危机中得到的最大教益是，欧盟达到了这个目的。瑞典克朗和英镑的汇率深度下跌。中东欧大多数国家的货币大幅度波动。这其中的一些国家已请求IMF给予援助，但它们的麻烦还远未结束。与此同时，欧洲一些发达经济体正处于极其困难的时期，如奥地利、希腊和爱尔兰等，其中有的是银行陷入困境，有的是公共财政虚弱，或者兼而有之。但它们唯一不必担心的是货币问题，因为这些国家没有自己的货币。欧元表现不错，但并非完美无缺。

### 欧元是避风港吗？

然而，欧元并未使某些欧盟成员国免受投机压力，这种压力表现为各区政府债券利差的大幅上升。在过往的金融危机中，政府债券利差的上升往往会对汇率造成压力，常常导致货币贬值或低估。对利差的一般解释是利率平价原理：利差发出货币贬值预期的信号（尽管众所周知，利率平价原理在实证上的成功是有限的）。

欧元区内出现的利差反映了市场看

法，即认为有的国家可能放弃使用欧元，有的政府可能部分或者完全不履行偿还债务的义务，抑或是两者兼备。媒体议论过某些国家退出欧元区的可能性，但大多数观察家排除了这种可能性，理由是退出国付出的代价太高，得不偿失，在经济危机过程中退出更是如此。因此，很可能出现这样的情形，利差主要反映了（可能出现也可能不出现的）违约风险。问题在于欧元区内出现这种情况是完全正常的。事实上，在危机产生前，非常小的利差有时反倒显得奇怪，甚至会让人认为市场对巨大公共债务不够敏感。现在看来，市场又太敏感了。

### 欧元悲观论变成了乐观论

未加入欧元区的欧盟成员国现在看到了单一货币造成的差别。1992年丹麦决定不加入欧元区，但在这次危机中欧元所提供的保护对其产生了影响：丹麦全体公民曾两次投票反对采用欧元，现在他们或许会放弃长期持有的反对态度，转而同意加入这个货币联盟。

英国也爆发了短暂的争论，但结果只是巩固了其反对使用欧元的普遍立场。瑞典的情况也差不多，其全体公民也曾投票反对使用欧元。

由于或好或坏的种种原因，2004年加入欧盟的其他一些国家现在仍未达到加入欧元区的标准。被货币联盟俱乐部拒之门外使其中的许多国家对是否加入欧元区犹豫不决，但如今的危机已使其重新考虑原先的意愿。然而，这些国家也同样面临严格的准入条件，即著名的《马斯特里赫特条约》。

《马斯特里赫特条约》是将近20年前在与现今截然不同的环境下制定出来的。当时，经历了价格长期不稳定之后，通货膨胀刚刚得到遏制（这对有些



国家来说几乎是不可能的)。那时人们认为欧洲中央银行（ECB）需要尽快树立起反通货膨胀的声誉。这意味着，要想加入欧元区，一国必须证实其对价格稳定所作出的明确承诺，这使得欧元区的准入条件更加苛刻。

但如今ECB已在市场上取得了高度的诚信，因此这种谨慎是不必要的——甚至根本不需要。新成员国的央行行长都将加入程序完善的欧洲中央银行理事会。如果根据过时的标准，将申请加入欧元区国家存在的微不足道的风险视作“尚未准备就绪”，以及当前由于危机导致的货币大幅贬值造成对欧盟单一市场的重大曲解，那么这两方面将导致《马斯特里赫特条约》最终被束之高阁。但现有的欧元区成员国已经重申，不管出于什么理由必须遵守规则，这或许并不出人意料。ECB也必须严格地照章办事，即使其认为需要向许多身处压力下的中东欧国家的央行提供货币互换额度。

### 单一的市场需要单一的监管者

从这场危机中得到的另一个重大教训也许还不能列入议事日程。从一开始我们就知道，如果有多少个成员国就有多少个监管者的话，单一货币区的运行是

非常危险的（Begg等，1998年）。长期以来银行基本都是国有的，这就减少了集中管理信息和作为国际贷款的最终贷款人的需要。

但是，在银行跨境经营并由多国股东共同拥有的情况下，单一货币必然导致银行体系越来越泛欧洲化。当然，事实也正是如此，这在很大程度上得益于欧盟委员会的努力。不幸的是，两家大型跨国银行——富通银行和德克夏银行——成为了金融危机的牺牲品。这导致混乱的紧急干预措施和混乱的后果。

人们希望金融危机将有助于减少各国对集中监管的阻力。为了推动这方面的进程，由雅克·德·拉罗西埃尔领导的一个委员会最近提议成立一个欧洲系统风险委员会和建立欧洲金融监管系统，其地位要高于欧盟各国的监管机构。但最初的反应表明，此类对现行制度的有限（虽然拥有潜在拓展空间）修改将不会符合欧盟各政府的要求。

### 对危机的应对措施

到目前为止，欧元区是如何实施宏观经济政策的呢？对金融危机引发银行间市场的崩溃，ECB采取了迅速而有力的应对措施，向市场注入大量的流动性，数量之大，是以前无法想象的。这很快演变成了两种

不同的核心职能。为了使金融市场的境况秩序井然，ECB应提供所需的流动性；但要提供流动性就不能对利率进行干预，而根据货币政策的目标，仍然需要保留干预利率的职能，因此这就引发了争论。

ECB追求的两个中间目标出现了暂时的脱节：确定政策性利率并缩小银行间市场利率与政策性利率之间的差距。出现两种截然不同职能是有一定逻辑必然性的，但只在特定情况下。确实，货币政策传导的关键渠道就是市场利率，因此对于货币政策来说，传导问题至少与政策性利率一样重要。相信这种两种职能的作用有助于解释为何ECB花了14个月才开始降低政策性利率（在2008年7月ECB最后一次提高利率后，同年10月才第一次降息）。

事实上，与经济增长和失业问题相比，ECB更关注通货膨胀，因为自2006年以来价格水平逐步走高。同大多数其他机构的预测一样，ECB并未预料到这场金融危机最终会引起经济衰退。人们认为货币政策滞后了，ECB应当早早就开始降低政策性利率。当然，这一点从现在来看是显而易见的，但当初并非如此。尽管如此，与其他一些主要国家的央行相比，ECB实行宽松货币政策的时间还是晚了一些。这样评价ECB可能不是很公正，但从一定意义上有助于解释为什么有些欧洲国家不情愿放弃货币政策独立性。

各国也没有采取什么体现国家特权的财政政策。许多国家的政府相信，自动稳定机制——与大多数其他国家相比，欧洲大陆国家自动稳定机制的作用更大——足以抵消金融危机对宏观经济的影响。迄今为止，自主决定的财政刺激措施的力度仍旧相当微弱，欧盟国家几乎没有例外。

财政应对措施的无所作为，部分原因在于《稳定与增长公约》的约束，其对成员国的预算赤字规定了一个最高限额。随着经济衰退的进一步恶化，该公约已被悄悄地搁置起来，因为其允许在“异常情况”下各成员国有一定的灵活性。虽然公约很好地提供一个有用的标杆以限制经济滑坡，但是一旦经济衰退结束，再对此进行调整就很难了。可是与此同时，由于利率目前处于零下限，欧元区并不积极应对经济活动中正在出现的萎缩问题。经济增长的恢复不得不依赖于私人支出或者出口。在拉动经济方面，欧洲仍无法取代美国这个火车头。

正当欧元展示其有效性并随时准备吸引新成员加盟的时候，决策者们却在宏观经济政策和处理潜在的新成员国问题上采取审慎的态度（有人认为审慎过度）。他们是否是担忧新成员国不能同舟共济？是否是考虑到对差异很大的经济环境进行协调存在诸多困难？抑或是担心缺乏共同的分析框架？

## 为欧元作最后的辩护

与此同时，欧洲出现看好欧元前景的声音。例如，2008年9月德国财长佩尔·施泰因布吕克指出：“美国将失去在全球金融体系中超级大国的地位……在设置全球金融标准和确定全球交易的金融产品方面，美国将不再是唯一的霸主……尽管美元仍将是一种非常可靠和重要的货币，但欧元也是这样的货币，人民币和日元同样如此。所以我认为，这也许是出现某些变革的起点。”

欧洲的许多国家将中国关于美元霸主时代渐行渐远的说法视作表明同种观点的重要信号。许多欧洲国家认为，只有经历过重大冲击之后，主要货币才会失去其往日的地位，而当前的金融危机是一个重要机遇。这些国家认为，金融危机毕竟是由美国引起而起的，而且充分说明盎格鲁撒克逊式融资方法的失败。它们进一步指出，美国的银行体系统在经济大萎缩中摇摇欲坠，这将为推广更加审慎的欧洲模式留出空间。

时间将证明一切，但我担心欧洲国家正将自己置于一种非常令人失望的境地。审慎固然是美德，但必定要付出代价，风险—收益的权衡正体现了这一点。问题并不在于金融监管是过多还是过少，而在于规则制定和执行的质量。历史（以及当前的讨论）并不说明欧洲在制定与执行规则这两方面具有比较优势。美元也许已经失去了一些光泽，但欧元区应对金融危机的迟缓，以及从长期看趋于下降经济增长率，将无法使欧洲走上一条提升经济与金融实力之路。

亚洲正逐渐显示出自己的经济优势，但亚洲金融市场要想挑战纽约和伦敦的金融市场依然前途漫漫，而且届时亚洲将出现人口下降问题。此外，国际金融机构内部权力的重新平衡，必定将终结欧洲代表占有过多席位的历史。

在欧洲仍高擎审慎的灯塔且一种货币不再吸引（与容纳）该大陆内众多皈依者的情况下，断言这场危机将催生出一种监管更健全的（比以往更具统治力的）盎格鲁撒克逊金融体系，并且该体系将进一步塑造亚洲与世界其他地方的新兴市场，这是不太现实的。■

Charles Wyplosz 是日内瓦研究生院的教授。

### 参考文献：

Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, “*The ECB: Safe at Any Speed?*” Monitoring the European Central Bank (London: Centre for Economic Policy Research).