

# 欧洲货币联盟会迈向最优货币区吗？

——法国调节学派视角下最优货币区的自我实现\*

胡 琨 钟佳睿

**内容提要:**欧洲货币联盟作为“非完全货币联盟”,其调节模式与积累体系并不完全匹配,因此时刻处于不对称冲击和经济失衡的风险之中。共同货币的引入虽然促进贸易、通胀和失业等一些指标趋同,但未能推动欧元区自动走向“最优货币区”。以劳动生产率和国际收支失衡为主要表现的失衡问题仍然存在,甚至有所加剧,并在国际金融危机的冲击下暴露无遗。基于欧洲推进经济一体化的共识和经济高度一体化的现状,欧盟更多地在技术层面着眼于引发危机的具体问题与制度漏洞,完善与经济积累体系相匹配的调节模式,以维持欧元区宏观经济的稳定运行;却在不经意间引进了共同债券与财政转移支付工具这两个财政联盟的基本要素,从而创造性地撬开了欧盟财政一体化的大门,使欧元区向“最优货币区”迈出了突破性的一步。欧元区的实践也在经验上为解释“内生性”最优货币区假说提供了不同的视角。

**关键词:**欧洲货币联盟 欧元区 法国调节学派 最优货币区 财政联盟

2020年4月2日,欧盟委员会推出“紧急缓解失业风险支持计划”(The European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE),向成员国提供总额1000亿欧元的优惠贷款,以缓解新冠疫情给成员国带来的巨大财政支出压力。<sup>①</sup>该计划于当年9月22日正式启动,由欧盟委员会以欧盟预算

\* 本文为国家社会科学基金项目“后危机时期欧元区金融体系改革及其启示研究”(批准号:18BGJ006)及国家社会科学基金青年项目“百年大变局下中国与欧盟产业链协同发展研究”(批准号:21CGJ024)的阶段性成果。

<sup>①</sup> Council Regulation (EU) 2020/672 of 19 May 2020 on the Establishment of a European Instrument for Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) Following the COVID-19 Outbreak, OJ L159, 20.5.2020, pp.1-7, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0672>.

为支撑,通过在国际资本市场发行社会责任债券(social bond)为其提供资金支持。<sup>①</sup>2020年10月20日,随着额度170亿欧元的首笔债券公开发行人,欧盟共同债券正式面世。<sup>②</sup>

在此基础上,2020年5月27日,欧盟委员会又出台总额7500亿欧元<sup>③</sup>的“下一代欧盟”(Next Generation EU, NGEU)计划,<sup>④</sup>并于2021年6月15日以和“紧急状态下减轻失业风险援助”同样的模式成功发行首笔“下一代欧盟”债券,募得资金200亿欧元。<sup>⑤</sup>与“紧急状态下减轻失业风险援助”不同,“下一代欧盟”债券中有3900亿欧元将以赠款形式发放给成员国,“下一代欧盟”也因此成为事实上的财政转移支付工具。<sup>⑥</sup>共同债券与新财政转移支付机制的出现,无疑是欧盟迈向财政一体化的重大突破,欧洲货币联盟(欧元区)也将因此在通往“最优货币区”(Optimum Currency Areas, OCA)的道路上更进一步。

众所周知,欧洲货币联盟的建立,并不符合最优货币区条件,也由此导致内部失衡不断积累,最终引发主权债务危机。危机冲击后,欧盟在经济治理领域进行了大量制度建设,欧洲货币联盟是否能摆脱其他区域货币联盟的失败命运,完成最优货币区的自我实现?这一自我实现的路径是什么?欧洲货币联盟的完善对于国际货币体系发展有何影响?为回答上述问题,本文拟依托传统最优货币区理论与“内生性”(endogenous)最优货币区假说,以法国调节学派(French Régulation School)为基本分析框架,动态考察自第二次世界大战结束以来,在欧洲经济一体化背景下欧洲货币体系在不同阶段的发展与变迁,并结合2008年国际金融危机以来欧洲货币体系的最新变化,探究欧洲货币联盟的未来走向及影响。

---

① “SURE,” [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en).

② European Commission, Press Release, 20 October 2020, [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/sure\\_1st\\_dual\\_tranche\\_press\\_release\\_final\\_cln.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/sure_1st_dual_tranche_press_release_final_cln.pdf).

③ 额度会随价格变化调整,7500亿欧元为2018年价格。

④ “Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Europe’s Moment: Repair and Prepare for the Next Generation,” COM(2020)456 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1590732521013&uri=COM%3A2020%3A456%3AFIN>.

⑤ “NextGenerationEU: European Commission Raises €20 Billion in First Transaction to Support Europe’s Recovery,” European Commission, Press Release, 15 June 2021, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_2982](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_2982).

⑥ European Council, “Special Meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020),” Brussels, 21 July 2020, <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>.

## 一 最优货币区理论

### (一) 传统最优货币区理论

最优货币区的概念可追溯至 20 世纪 40-50 年代列纳(Adolf R. Lerner)、米德(James E. Meade)、弗里德曼(Milton Friedman)和蔡陀斯基(Tibor Scitovsky)等人围绕固定汇率与浮动汇率孰优孰劣问题而展开的讨论。尽管这些讨论聚焦于国家主权货币之间的汇率问题,但对主权国家内部各项条件(如劳动力、资本和商品自由流动以及单一货币政策)的探讨却为最优货币区概念的形成奠定了基础,尤其是弗里德曼关于英镑区和美国的比较研究,已触及最优货币区的基本问题。<sup>①</sup>

在此基础之上,蒙代尔(Robert A. Mundell)提出最优货币区概念,他认为最优的货币区不一定是主权国家,而是区域性的,因此,建立在区域性货币,而非国家主权货币基础上的浮动汇率制度才是可取的。货币区可降低区域内部货币林立导致的各类成本,但冲击<sup>②</sup>的不对称影响及因此出现的区域内部收支失衡问题不容忽视。一个货币区最适合建立在生产要素(如劳动力和资本等)内部流动性高但跨区域流动性相对较低的区域,即最优货币区,否则收支失衡会在货币区内部引起失业率或通胀水平分化,从而导致货币区不稳定。然而,要素流动性程度本身是一个相对概念,并且会随着政治与经济条件的变化而变化;因此,冲击的不对称影响及货币区内部的收支失衡不可避免。就此而言,一个货币区是否是最优货币区,更多是一个实证而非理论问题,而检验的标准便是货币区本身是否稳定。在蒙代尔看来,一个稳定的最优货币区,除取决于生产要素的流动性和工资与价格水平的弹性等因素之外,还须特定的配套机制,即或者由收支盈余地区承担平抑失衡的义务,忍受通胀直至收支赤字地区实现充分就业;或者建立一个强有力的转移支付机制,以消除分化及其负面影响。<sup>③</sup>

麦金农(Ronald I. McKinnon)则注意到汇率变化对可贸易品与不可贸易品需求的不同影响,认为在浮动汇率制度下,与较为封闭的国家相比,冲击导致的汇率波动对开放度较高的国家影响更大;并且,在开放度较高的国家,名义汇率变化会很快被工资与物价变化所抵消,导致竞争力及国际收支无法及时得到调整与修正。因此,开放度较

<sup>①</sup> 参见 Yoshihide Ishiyama, "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey," *IMF Staff Papers*, No.22, 1975, p.345; Harris Dellas and George S. Tavlas, "An Optimum-Currency-Area Odyssey," *Bank of Greece Working Paper 102*, September 2009, pp.6-7.

<sup>②</sup> 冲击可以是导致经济失衡的各种扰动,如战争、自然灾害、贸易条件恶化、金融危机和石油危机等。

<sup>③</sup> Robert A. Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas," *The American Economic Review*, Vol.51, No.4, 1961, pp.657-665.

高的国家和与其有广泛贸易联系的国家建立彼此货币挂钩、整体对外相对封闭的货币区有助于降低汇率波动的影响;并且,货币区的空间范围越大,对外封闭度可能越高,因而区域的空间大小也是影响一个区域汇率制度的决定性因素。<sup>①</sup>

凯南(Peter B. Kenen)在分析冲击对特定出口产品影响的基础上,提出财政一体化是衡量货币区是否最优的标准,因为区域财政一体化程度越高,借助从低失业地区向高失业地区的财政转移以消除不对称冲击的能力就越强。此外,他还认为,在劳动力流动性高的情况下,生产结构接近的两个国家受到冲击的影响更为对称,有组建货币联盟的潜力;产品呈现更高多样性的区域也比多样化程度较低的区域适合形成货币区,因为产品多样性可在一定程度上避免汇率变化给特定部门或行业带来冲击。<sup>②</sup>

尽管蒙代尔、麦金农和凯南等关于货币联盟先决条件、特征和标准的表述存在不少漏洞与相互矛盾之处,但基本共识仍然存在,即一个最优货币区应能在区域内部价格稳定、充分就业和国际收支平衡的基础上,确保货币联盟的总体稳定。并且,他们的研究为最优货币区的探讨奠定了基本分析框架,后续汗牛充栋的研究更多的是对这些开创性工作的补充与反思。如蔡陀斯基等注意到资本流动因素的影响,认为资本流动可以最大幅度缓解区域内部国际收支失衡,因此,金融一体化程度应作为能否加入货币联盟的标准。<sup>③</sup> 普尔(William Poole)考察不对称冲击的频率与汇率机制选择的关系,发现冲击越频繁,采取浮动汇率制度就越有利,即越不适合建立货币联盟。<sup>④</sup> 与弗莱明(John M. Fleming)认为工资与价格灵活性、要素流动性、产品结构、贸易依存度、通胀率以及经济政策一体化程度等因素都会对货币联盟稳定带来影响不同,<sup>⑤</sup>在石山(Yoshihide Ishiyama)看来,要组建货币联盟,相比其他因素,不同社会偏好与经济政策引起的通胀率和工资水平增长差异这两个因素更为关键。<sup>⑥</sup> 克罗格(Jürgen Kröger)和雷多内(Denis Redonnet)则警告发展水平的差异是组建货币联盟须考虑的重要因素,因为在单一货币政策下,较高的投资回报预期、较低的利率以及区域内资本自由流动

① Ronald I. McKinnon, "Optimum Currency Areas," *The American Economic Review*, Vol.53, No.4, 1963, pp. 717-725.

② Peter B. Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas; An Eclectic View," in R. A. Mundell and A.K. Swoboda, eds., *Monetary Problems of International Economy*, The University of Chicago Press, 1969, pp.41-60.

③ Tibor Scitovsky, "The Theory of Balance-of-Payments Adjustment," *Journal of Political Economy*, Vol.75, No.4, Part 2, 1967, pp.523-532.

④ William Poole, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, Issue 2, 1970, pp.197-215.

⑤ John M. Fleming, "On Exchange Rate Unification," *The Economic Journal*, Vol.81, No.323, 1971, pp.467-488.

⑥ Yoshihide Ishiyama, "The Theory of Optimum Currency Areas; A Survey," *IMF Staff Papers*, Vol.22, No.2, 1975, pp.344-383.

会导致较为落后的国家投资激励扭曲和内需过度扩张,这些国家最终须经历长期紧缩才能重获竞争力。<sup>①</sup>

除各类经济因素外,要建立货币联盟并确保其稳定,政治意愿必不可少。敏茨(Norman Mintz)的观点是一开始就将建立货币联盟设立为最终目标是推进货币一体化进程的前提条件。<sup>②</sup>威尔利特(Thomas. D. Willett)和陶尔(Edward Tower)也认为,在经济开放度、要素流动性、相对工资和价格的灵活性程度之外,各国政府调整失衡的意愿与能力也是货币联盟建立的重要因素。<sup>③</sup>柯登(Warner M. Corden)<sup>④</sup>、英格拉姆(James Ingram)<sup>⑤</sup>、艾肯格林(Barry. Eichengreen)<sup>⑥</sup>、萨拉-伊-马丁(Xavier Sala-i-Martin)和萨克斯(Jeffrey Sachs)<sup>⑦</sup>则更进一步,将财政转移支付机制或财政一体化视为缓解和消除不对称冲击引起的失衡的终极方案;德格劳(Paul De Grauwe)将缺乏财政转移支付机制的货币联盟称为“不完全货币联盟”(incomplete monetary union),不过,在他看来,财政政策固然可被用于平抑不对称冲击,但长期的财政转移会阻碍必要的调整,公共债务的可持续性也会在未来限制这一工具的使用,因此,相应的财政纪律和债务控制机制必不可少。<sup>⑧</sup>

这些研究反映出最优货币区这一概念及其标准的复杂性,一个货币联盟能否被视为最优货币区,与经济规模、宏观经济条件、经济结构、要素流动性、工资和价格水平灵活性、冲击的频率、对外开放度、产业门类多样性、法律框架、经济政策及财政一体化水平等一系列因素都存在或多或少但难以量化的关系。<sup>⑨</sup>在现实世界中,货币联盟内部各国宏观经济条件的差异恐无法避免,冲击对各国影响必然各不相同,其不对称效应如果既无法通过独立的货币政策来调节,又不能借助资本流动或劳动力市场的弹性来

<sup>①</sup> Jürgen Kröger and Denis Redonnet, “Exchange Rate Regimes and Economic Integration: The Case of the Accession Countries,” CESiFo Forum, Vol.2, Issue 2, 2001, pp.6-13.

<sup>②</sup> Norman Mintz, “Monetary Union and Economic Integration,” *The Bulletin of Institute of Finance of New York University*, No.64, 1970, pp.17-23.

<sup>③</sup> Thomas D. Willett and Edward Tower, “Currency Areas and Exchange-rate Flexibility,” *Review of World Economics*, Vol.105, Issue 1, 1970, pp.48-65.

<sup>④</sup> Warner M. Corden, “Monetary Integration,” *Essays in International Finance*, No.93, 1972, pp.7-17.

<sup>⑤</sup> James Ingram, “The Case for European Monetary Integration,” *Essays in International Finance*, No.98, 1973, p.8.

<sup>⑥</sup> Barry Eichengreen, “One Money for Europe: Lessons from US Currency and Customs Union,” *Economic Policy*, Vol.5, No.10, 1990, pp.118-187.

<sup>⑦</sup> Xavier Sala-i-Martin and Jeffrey Sachs, “Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States,” *NBER Working Paper*, No.3855, 1991.

<sup>⑧</sup> Paul De Grauwe, *The Economics of Monetary Union* (Twelfth Edition), Oxford University Press, 2018, pp.10-12.

<sup>⑨</sup> Luca Antonio Ricci, “A Model of an Optimum Currency Area,” *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol.2, March 14, 2008, pp.1-3; Willem H. Buiter, “The EMU and the NAMU: What Is the Case for North American Monetary Union?” *Canadian Public Policy/Analyse de Politiques*, Vol.25, No.3, 1999, pp.291-294.

适当应对,区域内部就会出现成本的巨大失衡。除非在政治意愿下实施强有力的财政转移支付,使货币联盟成为包括预算联盟(budgetary union)在内的“完全货币联盟”(full monetary union),否则区域稳定很难保证。<sup>①</sup>

## (二)“内生性”最优货币区假说

传统最优货币区理论立足于静态考察,即一个区域在组建货币联盟之前是否符合最优货币区的条件,但蒙代尔又发现,引入共同货币本身可以是解决不对称冲击的手段。随着欧洲货币联盟的启动与运行,关于货币联盟建立之后,货币联盟本身是否会促进各项条件向最优货币区标准接近的讨论也逐渐引起关注。<sup>②</sup>

弗兰克尔(Jeffrey A. Frankel)与魏(Shang-Jin Wei)注意到,欧洲共同体国家内部贸易在20世纪80年代经历了68%的增长,但同样的变化并没有出现在欧洲自由贸易联盟。<sup>③</sup>弗兰克尔与罗斯(Andrew K. Rose)则通过对20个工业国家30年的数据分析发现,一方面,各国贸易关系越紧密,经济周期就越趋同,冲击的不对称性也会因此减少,从而更为满足货币联盟建立的先决条件;另一方面,货币联盟消除了贸易与金融壁垒,会有效降低各国间贸易的交易成本,加速经济与金融一体化进程,推动经济周期趋同,从而反过来“内生性”地推动货币联盟向“最优货币区”迈进。“也就是说,一个国家在‘事后’(ex post)更有可能比‘事前’(ex ante)满足加入货币联盟的条件。”<sup>④</sup>这个假说得到一些实证研究的佐证,例如罗斯对1970-1990年间186个国家数据的分析显示,使用共同货币的国家之间贸易量是其他国家之间贸易量的三倍,<sup>⑤</sup>弗兰克尔与罗斯将研究扩展至200个国家与地区也得出类似结论,<sup>⑥</sup>而阿莱西纳(Alberto Alesina)与巴罗(Robert J. Barro)证实货币联盟可能会促进区域内价格与产出的联动性。<sup>⑦</sup>

尽管关于最优货币区“内生性”的研究汗牛充栋,但这一假说一直以来并没有在现实世界中得到印证,即不对称冲击引起的货币联盟内部失衡问题会逐渐自然消失。

<sup>①</sup> 财政预算工具尽管是维持货币联盟稳定的有效工具,但是除可能引发财政可持续问题之外,相应的道德风险也不可忽视,参见 Barry Eichengreen, “Is Europe An Optimum Currency Area,” *NBER Working Papers*, No.3579, 1991, pp.1-3。

<sup>②</sup> Robert A. Mundell, “Uncommon Arguments for Common Currencies,” in H. G. Johnson and A. K. Swoboda, eds., *The Economics of Common Currencies*, Harvard University Press, 1973, pp.114-132。

<sup>③</sup> Jeffrey A. Frankel and Shang-Jin Wei, “Trade Blocs and Currency Blocs,” *NBER Working Paper*, No.4335, 1993, p.20。

<sup>④</sup> Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria,” *NBER Working Paper*, No.5700, 1996, p.22。

<sup>⑤</sup> Andrew K. Rose, “One Money, One Market: Estimating the Effect on Common Currency on Trade,” *NBER Working Paper*, No.7432, 1999。

<sup>⑥</sup> Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, “Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output,” *NBER Working Paper*, No.7857, 2000。

<sup>⑦</sup> Alberto Alesina and Robert J. Barro, “Currency Unions,” *NBER Working Paper*, No.7927, 2000。

而货币联盟是否会实质性推动区域内贸易,在实证研究领域仍然争议较大;并且,即使双方确实存在相当程度的相关性,在因果关系上也易陷入逻辑困境,即到底是因为货币联盟的建立促进了区域内各国间贸易,还是因为区域内本就频繁的国家间贸易促使各国加入货币联盟。<sup>①</sup>

而与之针锋相对的观点认为,货币联盟推动的经济与金融一体化不但无法减少和消除失衡,反而会使货币区越发偏离“最优货币区”条件,维持稳定和存续的成本不断增加。克鲁格曼(Paul Krugman)与维纳布尔斯(Anthony Venables)通过比较欧美产业空间结构的差异,发现货币联盟移除相应贸易壁垒,促进市场一体化,规模经济效应的凸显有利于经济活动空间聚集和生产专门化,即特定地区将专注于生产具有比较优势的商品,这种地区专门化(regional specialization)导致生产与产品多样性降低,并减弱各国或各地区收入和经济周期的相关性,从而使得货币区更容易受到冲击的不对称影响;<sup>②</sup>而爱金格尔(Karl Aiginger)和莱特纳(Wolfgang Leitner)却观察到,由于发达国家服务业比重不断提高且服务业规模效应相对不显著,美国经济活动空间聚集度反而开始出现下降,经济一体化的深化并不必然走向地区专门化。<sup>③</sup>卡莱姆利-奥兹坎(Sebnem Kalemli-Ozcan)等人的实证研究则发现,金融一体化将加强风险分担机制,并促进生产的专门化;<sup>④</sup>而斯托克曼(Alan C. Stockman)和艾森曼(Joshua Aizenman)指出,资本流动反而会削弱汇率与国际收支及经济基本面的相关性,掩盖失衡问题,且资本流动本身也会引发不对称冲击。<sup>⑤</sup>

克鲁格曼等人的观点如果成立,则意味着仅仅依靠经济与金融一体化,货币联盟不但不会向“最优货币区”各项条件趋近,反而最终都会走向解体,因为货币联盟内部失衡问题会越发严重,直至成本不可承受。也就是说,如果没有政治力量的介入,使货币联盟成为“完全货币联盟”,那么任何货币的存在都不具可持续性,会因失衡问题不断解体为更小的货币区,直至出现个人货币。纵观历史,无论是美国、德国和意大利的货币统一,还是苏联、奥匈帝国、捷克斯洛伐克、南斯拉夫、斯堪的纳维亚货币联盟

① Paul De Grauwe, *The Economics of Monetary Union*, pp.27-28.

② Paul Krugman and Anthony Venables, “Integration, Specialization, and Adjustment,” *NBER Working Paper*, No.4550, 1993.

③ Karl Aiginger and Wolfgang Leitner, “Regional Concentration in the United States and Europe: Who Follows Whom?” *Review of World Economics*, Vol.138, No.4, 2002, pp.652-679.

④ Sebnem Kalemli-Ozcan, Bent E. Sørensen and Oved Yosha, “Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations,” *Journal of International Economics*, Vol.55, Issue 1, 2001, pp.107-137.

⑤ Alan C. Stockman, “Choosing an Exchange-Rate System,” *Journal of Banking and Finance*, No.23, 1999, pp.1483-1498; Joshua Aizenman, “Optimal Currency Area: A 20th Century Idea for the 21st Century?” *NBER Working Paper*, No.22097, 2016.

(Scandinavian Monetary Union, SMU)与拉丁货币联盟(Latin Monetary Union, LMU)的解体,这些事实反复证明,一个货币联盟的存续与解体,政治因素最为关键。货币联盟需要相应的财政措施进行配套,成为“完全货币联盟”,这一过程离不开必要的政治凝聚力与意愿。<sup>①</sup>

就此而言,“最优货币区”如能自我实现,到底是因为货币联盟的建立促进货币区各项条件(包括宏观经济条件、要素流动性,以及工资和价格水平灵活性等)向“最优货币区”标准接近,使冲击的不对称性影响逐渐自动减弱直至消失?还是因为基于特定逻辑,在政治方面着手建立相应的财政机制,从而平抑失衡,确保货币联盟稳定运行的动力?欧元区的发展历程,为这一问题的澄清提供了一个绝佳的观察对象;鉴于这一问题涉及特定区域内经济发展与制度建设的互动,其复杂性已远超出单纯的政治学或政治学分析范畴,更为复杂的分析框架必不可少,而法国调节学派的危机理论无疑是应对这一复杂性的适当工具。

## 二 法国调节学派的分析框架

法国调节学派与阿尔都塞(Louis P. Althusser)的结构主义马克思主义理论有着千丝万缕的关联,最早可追溯至20世纪70年代阿格利耶塔(Michel Aglietta)对福特式资本主义危机的研究。法国调节学派同样认为,考察经济现象必须要从社会生产与社会形态的关系入手,但对“经济基础决定上层建筑”的论断有所保留,认为经济发展是建立在社会各个行为主体相互“协调”的基础之上,某种“(经济)积累体系”(accumulation regime)对应某种特定“(社会)调节模式”(mode of regulation),且两者是相互影响的关系。<sup>②</sup>“积累体系”即所谓增长结构,包含相互之间进行交换与选择的生产结构与消费模式,而“调节模式”则是形形色色的协调机构在不同的协调方式下组成的规范社会行动主体行动框架的协调机制。当积累体系与调节模式相互匹配且能维持相当长时期的经济稳定与发展时,由两者及其相互关系构成的复合体便可被认为是一种“发展模式”(model of development),如图1所示。<sup>③</sup>而当这种匹配被打破时,将会引发各类社会行动主体新一轮的全面相互“协调”;调节模式的改变影响积累体系,而积

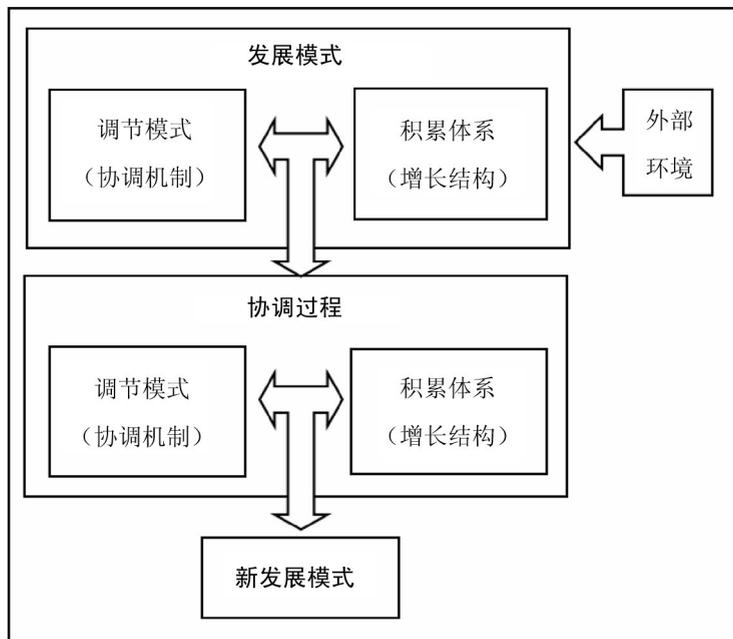
<sup>①</sup> Michael Bordo and Harold James, “A Long Term Perspective on the Euro,” *NBER Working Paper*, No.13815, 2008, pp.3-12.

<sup>②</sup> Michel Aglietta, *A Theory of Capitalist Regulation: The US Experience*, NLB, 1979, pp.9-25.

<sup>③</sup> Elmar Kulke, *Wirtschaftsgeographie. Grundriss Allgemeine Geographie* (Fourth Edition), UTB GmbH, 2006, p. 94.

累体系的相应变化又反过来影响调节模式,形成一个双向循环相互影响的动态过程,直至新的发展模式确立。在旧的发展模式问题难以维系、新的发展模式又尚未建立之前,社会经济就会面临危机的挑战。破坏旧发展模式的可能是外部事件,比如战争、自然灾害以及能源危机等,也可能是此种发展模式演化的自然结果。<sup>①</sup>

图1 法国调节学派理论结构示意图



注:图由作者自制。

调节学派的最大贡献在于正视经济社会发展的复杂性,不孤立研究特定区域的经济增长及其危机,而是把其放在整个经济、技术、政治及社会的背景下来考察。<sup>②</sup>它对二战后西方社会从福特主义向后福特主义的转型进行了鞭辟入里的分析,也对经济学、社会学、地理学以及人类学等社会科学门类产生了深远影响。货币联盟作为一种政治制度安排(调节模式),如果要考察其与区域内部经济活动(积累体系)的相互影

<sup>①</sup> Stefan Krätke, "Regulationstheoretische Perspektiven in der Wirtschaftsgeographie," *Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie*, No.1-2, 1996, pp.6-19.

<sup>②</sup> Harald Bathelt, "Die Bedeutung der Regulationstheorie in der Wirtschaftsgeographischen Forschung," *Geographische Zeitschrift*, No.2, 1994, pp.63-90.

响,法国调节学派的危机视角无疑能够提供有力且富有启示的分析框架。第二次世界大战结束后,至欧洲货币联盟建立前,欧洲货币调节模式在深刻影响欧洲经济积累体系的同时,也不断面临经济结构变化带来的挑战与危机,从而处于持续调整之中。欧洲货币体系的发展模式也因此持续变迁,在不同时期呈现不同的形态与特征。

### 三 欧洲货币联盟建立前欧洲货币体系的发展模式

#### (一) 布雷顿森林体系时期(1950-1970年)的发展模式

二战后初期,在布雷顿森林体系框架下,欧洲各国货币与美元挂钩但彼此之间不能兑换,美元成为欧洲各国间贸易结算货币。然而,随着欧洲内部跨国贸易的恢复与发展,“美元荒”问题日益凸显,相应的交易成本阻碍欧洲各国经济关系进一步深化。在这一背景下,欧洲货币体系领域最初的调节模式——欧洲支付同盟(European Payment Union, EPU)于1950年推出,对各国间建立在美元基础之上的债权债务实行多边抵消,以促进区域内部多边贸易的发展。<sup>①</sup> 欧洲支付同盟不仅促进了欧洲经济复苏与一体化,也为欧洲主要货币在国际金融市场的自由兑换奠定了基础。1955年,为推进各国货币自由兑换,破除欧洲内部跨国贸易中的数量限制与歧视性规定,欧洲经合组织(Organization of European Economic Cooperation, OEEC)于1959年启动《欧洲货币协定》(European Monetary Agreement, EMA),取代欧洲支付同盟。作为一个信贷与多边清算机制,欧洲货币协议实现了欧洲各国货币之间的完全自由兑换,并使欧洲内部经济联系更加紧密。<sup>②</sup> 这一时期,布雷顿森林体系运转良好,各国货币关系相对稳定,<sup>③</sup>欧洲货币体系的调节模式基本停留在以美元为汇率基础的合作与协调阶段,因此,在1957年成立欧洲经济共同体(European Economic Community, EEC)的《罗马条约》(Treaty of Rome)中,并未过多涉及货币体系问题,仅仅将汇率政策描述成需要共同关注的事务。<sup>④</sup>

《罗马条约》标志着经济一体化已成为欧共体国家的基本政治共识,而随着欧共体经济一体化的深入,既有货币调节模式的问题开始浮现。欧共体认为资本流动是建

<sup>①</sup> Volker Hentschel, “Die Europäische Zahlungsunion und die deutsche Devisenkrisen 1951/52,” *Vierteljahrshefte zur Zeitgeschichte*, No.37, 1989, pp.715-758.

<sup>②</sup> European University Institute, “Inventory EPU/EMA,” *Historical Archives of the European Communities, 1994-2002*, Florence, March 2002, p.4.

<sup>③</sup> 汇率数据参见 Fxtop, <https://fxtop.com>; 通胀数据参见世界银行官网, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPL.TOTL.ZG>.

<sup>④</sup> “The Treaty of Rome,” 25 March 1957, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf).

立欧洲共同市场的必要条件,布雷顿森林协定也规定,须确保与实际商品和劳务贸易相关的资本流动。欧共体先后于1960年与1962年,发布两个旨在推动资本自由流动的指令。<sup>①</sup>因此,尽管存在形形色色的“外汇管制”,但20世纪60年代起,欧共体内部跨国资本流动无论从深度和广度来讲都发展迅猛,导致欧洲货币体系日益面临蒙代尔“三元悖论”(Impossible Trinity)挑战,即汇率稳定、各国货币政策独立性及资本自由流动这三个目标不可同时实现。具体而言,在资本进入(退出)一国时,该国要确保汇率稳定,就得履行干预义务,从而承受通胀(通缩)压力;而若要保证国内价格稳定,则会导致本国货币对外升值(贬值)。<sup>②</sup>鉴于限制资本流动与共同市场原则冲突,面对如火如荼的资本流动自由化趋势,欧共体或者坚持各国货币自主权,忍受区域内部愈来愈剧烈的汇率波动;或者各国在一定程度上放弃货币政策自主权,保障区域内部汇率稳定。而在《罗马条约》框架下,欧共体各国政策制定者普遍认为区域内部稳定的汇率是欧洲共同市场运作的必要条件,因此,在货币政策领域进行更深入的合作与协调,稳定各国间货币汇率,甚至建立汇率永久固定的货币联盟,成为经济逻辑下必然的政治选择。<sup>③</sup>

而这种选择的现实迫切性,也随着国际货币体系危机的显现而逐渐凸显。布雷顿森林体系在制度设计上存在根本缺陷:一方面,美国作为储备货币发行国须确保币值稳定,以维持各国对美元的信心;另一方面,则需要通过国际收支赤字来为国际清偿提供足够的美元。两者间存在无法调和的矛盾,即所谓“特里芬两难”(Triffin Dilemma)。20世纪50年代末以来,因美国国际收支持续恶化导致国际市场美元泛滥,美元信用基础被削弱而不断引发美元危机,最终使布雷顿森林体系于1973年崩溃。<sup>④</sup>在美元危机不断冲击下,欧共体基于对美元的干预义务和通胀压力频繁调整货币平价,剧烈的汇率波动严重干扰欧洲共同市场的建设与共同农业政策的实施,危及欧洲一体化进程。以基于美元的合作与协调为调节模式和以欧洲经济一体化为积累体系的发展模式难以为继,欧洲货币体系的调整由此被提上议事日程,欧洲货币体系的发展模

---

<sup>①</sup> 即 First Capital Movement Directive 和 Directive 63/21/EEC, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31963L0021>。

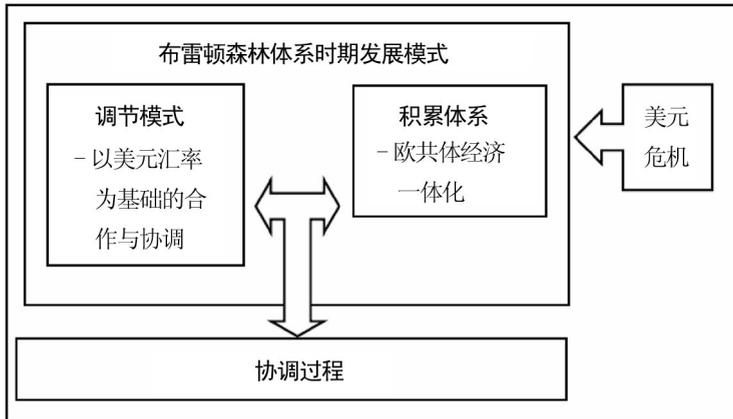
<sup>②</sup> Otmar Emminger, “Zahlungsbilanz- und Währungspolitische Probleme des Internationalen Kapitalverkehrs,” *Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen*, No.22, 1970, pp.12-13.

<sup>③</sup> [德]奥托马·伊辛:《欧元的诞生》,王琳译,中国金融出版社2011年版,第6-7页。

<sup>④</sup> Robert Triffin, “Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow,” *Essays in International Finance*, No. 132, Princeton University, 1978, p.2.

式也因此进入一个新的协调阶段(见图2)。<sup>①</sup>

图2 布雷顿森林体系时期的发展模式及危机



注:图由作者自制。

## (二)“蛇形浮动”时期(1971-1979年)的协调

1969年12月,欧共体领导人在海牙峰会就建立经济与货币联盟(Economic and Monetary Union, EMU)达成共识,<sup>②</sup>决定于1971年3月22日在《维尔纳计划》(Werner Plan)基础上分三个阶段实施,直至建立经济与货币联盟。第一阶段从1971年至1973年,主要任务是缩小各成员国货币间汇率的波动幅度,汇率对外联合浮动,并着手建立货币储备基金以稳定汇率,同时加强货币与经济政策的协调;第二阶段从1974年至1976年,集中成员国的部分外汇储备用于巩固货币储备基金,进一步稳定各国货币间的汇率甚至固定下来,并推动欧共体内部的资本流动逐步自由化;第三阶段从1977年至1979年,届时欧共体将成为一个商品、资本和劳动力自由流动的经济统一体,固定汇率向统一货币发展,货币储备基金向联合中央银行发展。至1974年中期,联合对美元浮动的“蛇形浮动”(Snake in the tunnel)、欧洲货币合作基金(European Monetary Co-

<sup>①</sup> Peter M. Garber, “The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System,” in Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, University of Chicago Press, 1993, pp.461-467.

<sup>②</sup> “Final Communiqué of the Conference of Heads of State or Government on 1 and 2 December 1969 at the Hague,” 2 December 1969, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documentation/chapter3/19691202fr02finalcommunsumconf.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter3/19691202fr02finalcommunsumconf.pdf).

operation Fund, EMCF) 以及欧洲记账单位 (European Unit of Account, EUA) 等一系列制度建设相继落实。<sup>①</sup>

货币联盟包括三个组成要素,即共同货币管理机构、货币的完全可兑换性(即资本完全自由流动)和汇率永久固定;又可分为两种形态,即成员国保留本国货币或使用统一货币。20世纪70年代的欧共体,各方面离最优货币区的要求都相去甚远,若成员国保留本国货币,外部冲击会对各国价格水平产生不对称影响,从而引发区域内通胀差异;若使用统一货币,外部冲击则会导致各国经济增长与就业水平分化。在巨大的失衡风险面前,这一计划显然过于激进与超前。<sup>②</sup>

而这一时期,以国际货币体系动荡不安和石油危机为代表的外部冲击接踵而至。布雷顿森林体系崩溃后,国际货币制度在经历短暂无序状态后于1976年进入牙买加体系(Jamaica System)时期,其主要特征是美元主导的多元化国际储备、多样化汇率制度安排和多渠道调节国际收支。在这一体系下,美元汇率定价机制被美元霸权扭曲,同时又缺乏一个稳定的货币标准(如布雷顿森林体系下的黄金),必要的汇率调整难以及时出现,全球宏观经济失衡与国际金融动荡成为常态。<sup>③</sup>而两次石油危机更是引发了战后最严重的经济危机。这些外部冲击对欧共体成员国的影响并不对称,一些成员国出现巨大通胀压力,而德国等一些国家又始终坚持相对稳健的货币与财政政策,区域内部的价格水平分化导致部分国家频繁退出“蛇形浮动”,<sup>④</sup>实施单独浮动汇率,汇率的剧烈波动给各国宏观经济稳定与欧洲经济一体化推进带来巨大阻碍与干扰。<sup>⑤</sup>显然,以建立货币联盟为目标进行货币合作与协调的新调节模式,并未与作为积累体系的欧共体经济一体化匹配,这一时期的协调未能成功确立欧洲货币体系的新发展模式,亟须新一轮的协调(见图3)。<sup>⑥</sup>

① European Communities Monetary Committee, “Compendium of Community Monetary Texts,” 1979, pp.25-29.

② Luca Antonio Ricci, “A Model of an Optimum Currency Area,” pp.1-3.

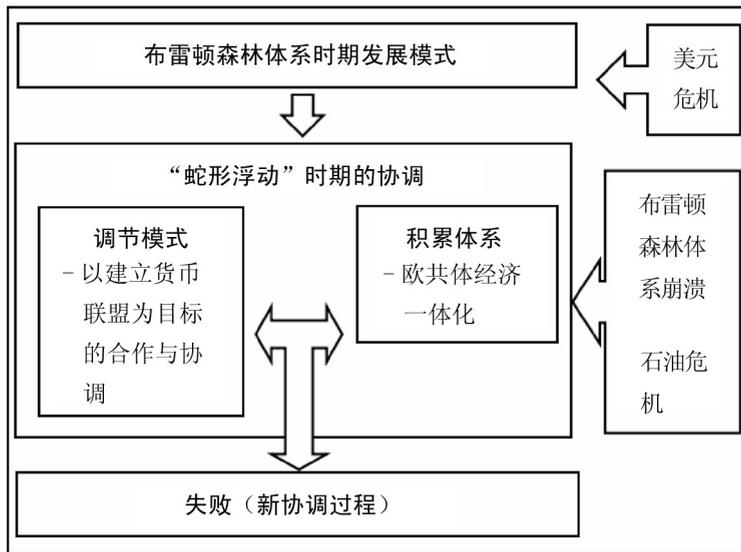
③ 参见 John R. Borthwick, “The IMF Gold Sale and Trust Fund Arrangements,” *Research Program in Development Studies Woodrow Wilson School Princeton University Discussion Paper*, No.67, Princeton University, 1976, pp.1-3; M. Obstfeld, “The International Monetary System: Living with Asymmetry,” in R. C. Feenstra and A. M. Taylor, eds., *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*, University of Chicago Press, 2013, p.330.

④ 至1978年,参加联合浮动的只剩下联邦德国、荷兰、比利时、卢森堡、丹麦和挪威六个国家,英国、意大利和法国都已退出。

⑤ 汇率数据参见 Fxtop, <https://fxtop.com>;通胀数据参见世界银行官网, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>。

⑥ Otmar Emminger, “Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948-1975),” in Deutsche Bundesbank, ed., *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Fritz Knapp GmbH, 1976, pp.523-534.

图3 “蛇形浮动”时期的协调与失败



注:图由作者自制。

### (三) 欧洲货币体系时期(1979-1998年)的发展模式

建立货币联盟的设想尽管夭折,但是,无论是为了维护区域内部货币关系稳定,还是为了加强区域货币体系作为一个整体应对冲击的能力,从而顺利推进欧洲经济一体化发展,欧洲国家都应进行更为密切的区域货币合作。<sup>①</sup>因此,鉴于短期内建立货币联盟的条件仍不成熟,在德法两国推动下,欧共体首脑于1978年达成协议,引入欧洲货币体系(European Monetary System, EMS),致力于创建一个基于汇率机制(Exchange Rate Mechanism, ERM)的“稳定货币区”(zone of monetary stability),促进各成员国宏观经济<sup>②</sup>趋同与关联,从而向“最优货币区”迈进,为将来的货币联合创造条件。这一汇率体系是“蛇形浮动”的进一步完善,以新创立的“欧洲货币单位”(European Currency Unit, ECU)为确定汇率水平的参考标准,欧共体各成员国货币仍然保持对外联合浮动,每对货币间的汇率围绕各自可调整的中心汇率在一定幅度内波动,并允许成员国出于失衡原因在必要时加入和退出。<sup>③</sup>

除此之外,为促进区域内人员、商品、服务和资本等要素流动,欧共体先后发布

① 杨伟国:《欧元生成理论》,社会科学文献出版社2002年版,第144-146页。

② 包括通胀率、汇率、利率和财政赤字等指标。

③ European Communities Monetary Committee, “Compendium of Community Monetary Texts,” 1979, pp.40-43.

《完善内部市场》(Completing the Internal Market)白皮书<sup>①</sup>、《单一欧洲法案》(Single European Act)<sup>②</sup>和《资本流动自由化指令》(Directive on Liberalization of Capital Flows)<sup>③</sup>,承诺在1992年底建成统一大市场,为货币联盟的建立创造条件。<sup>④</sup>

20世纪80年代后期,不对称冲击似在消失,欧共体各成员国通胀率逐渐趋同,汇率关系日益稳定,呈现出与“最优货币区”接近的形态,因此,建立货币联盟条件已经成熟的呼声再次高涨。<sup>⑤</sup>1989年,受欧洲理事会委托,<sup>⑥</sup>由时任欧共体委员会主席雅克·德洛尔(Jacques Delors)牵头,在很大程度上继承《维尔纳计划》的《德洛尔报告》(Delors Report)出台,建议分三阶段走,在欧共体落实资本完全自由流动、金融市场完全一体化、货币可兑换性不可逆、固定汇率不可调整,并最终用单一货币替代各国货币的经济与货币联盟。<sup>⑦</sup>《德洛尔报告》第一阶段于1990年7月1日正式启动,随后被纳入1992年签订的《马斯特里赫特条约》(Maastricht Treaty,以下简称《马约》),作为建立经济与货币联盟的基础。1999年1月1日,第三阶段开始实施,包括11个欧盟成员国的货币联盟——欧元区正式成立。<sup>⑧</sup>

欧元引入之前,在欧洲货币体系框架下,因德国联邦银行的高度信用,各成员国货币盯住德国马克可在一定程度上减轻应对通胀的压力,德国马克逐渐成为汇率机制的准锚货币;<sup>⑨</sup>又得益于这一时期国际油价下降和各国在财政与工资政策领域的协调,成员国货币关系较为稳定,各项宏观经济指标不断趋同,冲击对欧共体的不对称影响呈减弱趋势。<sup>⑩</sup>总体而言,欧洲货币体系时期,以汇率机制为核心的调节机制,较好地

① “Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28–29 June 1985),” Brussels, 14 June 1985.

② “The Single European Act,” 17 February 1986, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documents/treaties/singleeuropeanact.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/singleeuropeanact.pdf).

③ Directive 88/361/EEC, OJ L 178, 8 July 1988, pp.5–18.

④ Directorate-General for Economic and Financial Affairs (COM), “One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union,” *European Economy*, No.44, October 1990, pp.5–21.

⑤ [荷]塞尔维斯特尔·C.W.艾芬格、[荷]雅各布·德·汉:《欧洲货币与财政政策》,向宇译,中国人民大学出版社2002年版,第17页。

⑥ European Parliament, “European Council in Hannover, 27 and 28 June 1988. Conclusion of the Presidency,” *Special Edition*, 2/S-88, 1988, p.7, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documents/councils/hanover1988\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/councils/hanover1988_en.pdf).

⑦ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, “Report on Economic and Monetary Union in the European Community,” 17 April 1989.

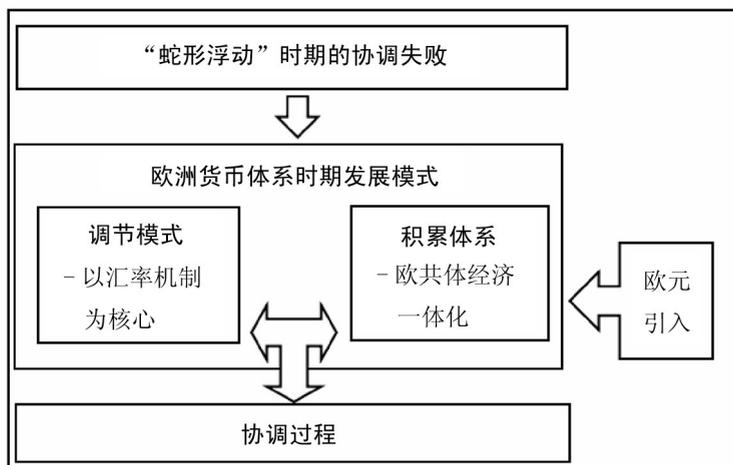
⑧ 欧央行官网, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html>。

⑨ Francesco Giavazzi and Marco Pagano, “The Advantage of Tying One’s Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility,” *European Economic Review*, Vol.32, Issue 5, 1988, pp.1055–1075.

⑩ [德]奥托马·伊辛:《欧元的诞生》,第8–10页;汇率数据参见 Fxtop, <https://fxtop.com>;通胀数据参见世界银行官网, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>。

适应并推动了欧洲经济一体化这一积累体系的发展,形成了较为稳定的发展模式,为共同货币的引入创造了条件(见图4)。

图4 欧洲货币体系时期发展模式与危机



注:图由作者自制。

综上所述,战后,在布雷顿森林体系下,欧共体各国以美元汇率为基础开展货币协调与合作的调节机制,较好地满足了经济一体化发展这一积累体系的需求,加强了欧洲内部的经济联系。随着经济一体化程度的加深,欧洲货币体系面临的“三元悖论”问题逐渐浮现,并因布雷顿森林体系的动荡和石油危机等外部冲击不断加剧,导致内部危机频繁出现,旧的调节机制无法再满足欧洲经济一体化这一作为既定共同目标的积累体系的需要,欧洲货币体系进入一个新的协调阶段。在借助“蛇形浮动”建立欧洲货币联盟的尝试失败后,以汇率机制为核心的欧洲货币体系成为新的调节模式,较好地匹配了欧共体经济一体化这一积累体系。在这一新的发展模式下,成员国货币汇率关系基本稳定,宏观经济日益趋同,为货币联盟建立奠定了基础。

#### 四 国际金融危机爆发前的欧洲货币联盟发展模式

##### (一) 调节模式

欧元区建立后,成员国货币间汇率永久固定下来,并引入共同的货币欧元,欧洲中央银行(European Central Bank, ECB)成为欧元区专属货币政策主管机构,在中央银行

独立性的基础上履行保障欧元区价格稳定这一首要目标。<sup>①</sup>

面对冲击的不对称影响,欧洲货币联盟的成员国不但无法通过汇率政策工具予以应对,财政政策空间还被进一步压缩。这是因为,一方面,成员国失去对货币政策的控制,欧元成为某种意义上的“外币”,当成员国政府出现流动性危机时,无法督促欧央行充当最后贷款人(Lender of Last Resort, LLR),成员国政府财政能力受可持续性问题的软性约束;另一方面,《马约》中的过度赤字程序(Excessive Deficit Procedure, EDP)也对政府债务融资做出明确硬性限制,即一国财政赤字和公共债务总额分别不能超过GDP的3%与60%。<sup>②</sup>另外,欧元区层面也缺乏平抑不对称冲击的必要财政工具,仅仅是借助《稳定与增长公约》(Stability and Growth Pact, SGP)等相关条例<sup>③</sup>对成员国财政政策进行监督与协调,欧洲货币联盟仍然是一个“不完全货币联盟”。

除竞争政策外,虽然其他经济政策权限基本上仍掌握在成员国手中,但是为推动区域经济一体化,促进各成员国宏观经济平衡发展与趋同,减少不对称冲击,一方面,《马约》<sup>④</sup>及后来的《里斯本条约》<sup>⑤</sup>赋予欧盟委员会非约束性权限,制定适用于成员国和欧盟的经济政策一般性指导方针(broad economic policy guidelines, BEPG),并据此监督和协调成员国各类经济政策;另一方面,继续实施1986年《欧洲单一法案》引入的各类结构基金(Structural Funds)和欧洲投资银行(European Investment Bank, EIB)等金融工具,对特定地区与行业给予资助和扶持,提高其竞争力。<sup>⑥</sup>

劳动力与资本自由流动被认为是欧洲货币联盟稳定运行的重要条件。在《巴黎条约》(Treaty of Paris)煤钢行业劳动力流动协议的基础上,《罗马条约》同意成员国公民在共同体内部自由流动,为劳动力可自由流动的欧洲劳动力共同市场的形成奠定了基础。1992年,12个欧洲经济共同体成员国与7个欧洲自由贸易联盟(European Free Trade Association, EFTA)成员国组成欧洲经济区(European Economic Area, EEA),<sup>⑦</sup>欧洲劳动力共同市场从此覆盖几乎所有西欧国家,<sup>⑧</sup>并在2004年随着欧盟东扩而扩展至13个中东欧国家。<sup>⑨</sup>

① TFEU, Article 127.1.

② Maastricht Treaty, Art. 3a (3), 104 and 104c. Protocol on the Excessive Deficit Procedure, Art. 1; 即 TFEU, Art. 123 and 126.

③ 如欧盟理事会1466/97与1467/97号条例。

④ Maastricht Treaty, Art. 103.

⑤ TFEU, Art. 121.

⑥ Single European Act (SEA), Art. 130 A and 130 B, Bulletin of European Communities, Supplement 2/86.

⑦ Agreement on the European Economic Area, OJ, No.L1, 3.1.1994.

⑧ 瑞士并非欧洲经济区国家,但参与共同市场建设,英国则于2021年退出共同市场。

⑨ 由于巨大的收入差异,为避免中东欧国家劳动力的大量涌入,以德国和奥地利为首的大部分老成员国,为中东欧国家劳动力进入本国劳动力市场设定了为期七年的过渡期;只有英国、爱尔兰和瑞典等少数国家在当年向中东欧开放了劳动力市场。

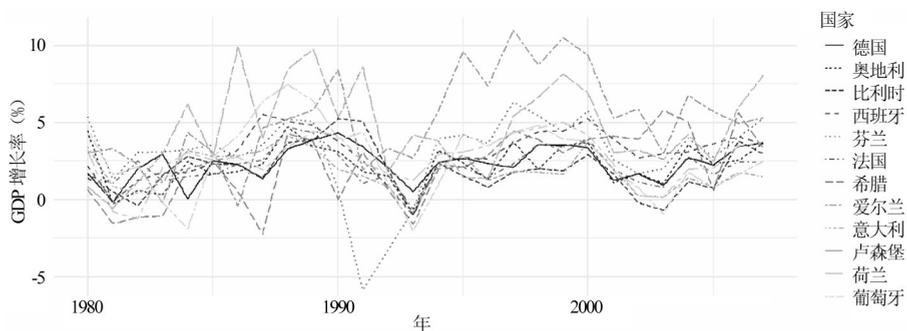
欧洲资本自由流动的框架在欧元引入前随着共同市场的建成已基本确立。1999年,为落实《金融服务行动计划》(Financial Services Action Plan,FSAP),<sup>①</sup>配合欧元启动,欧盟又出台《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive,MiFID),促进投资者在欧盟内部跨境活动,以推动银行业与资本市场完全一体化。<sup>②</sup>

借助欧元和一系列制度建设的引入,以共同货币政策、财政政策纪律约束、更多的经济政策协调与结构政策、劳动力与资本可自由流动为主要特征的调节机制在欧元区逐渐成形。

## (二) 积累体系

新的调节机制有力地促进了欧元区成员国间经济关联。2000-2007年,欧元区<sup>③</sup>内部跨境贸易额从13454.69亿美元增长到29556.37亿美元,年均增长17.10%,<sup>④</sup>高于欧元区同期5.76%的年均经济增长率。<sup>⑤</sup>更加紧密的贸易增进了区域内部经济联系,成员国通胀率和失业率逐渐趋同,通胀率与失业率以标准差体现的离散系数分别从1.01与3.73下降至0.86和1.64,<sup>⑥</sup>经济周期的波动呈现出收敛趋势(见图5)。<sup>⑦</sup>这些表现使得内生性“最优货币区”理论在现实中得到一定程度的验证。

图5 欧元区主要成员国<sup>⑧</sup>经济周期波动情况(1980-2007年)



资料来源:OECD, <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm>。

① European Commission, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm#transposition](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition).

② Directive 2004/39/EC, OJ L 145, 30 April 2004, pp.1-44.

③ 因数据缺失,此处欧元区数据不包含法国,只有奥地利、比利时、德国、西班牙、芬兰、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰和葡萄牙11国。

④ 世界银行官网, <https://wits.worldbank.org/>。

⑤ OECD官网, <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>。

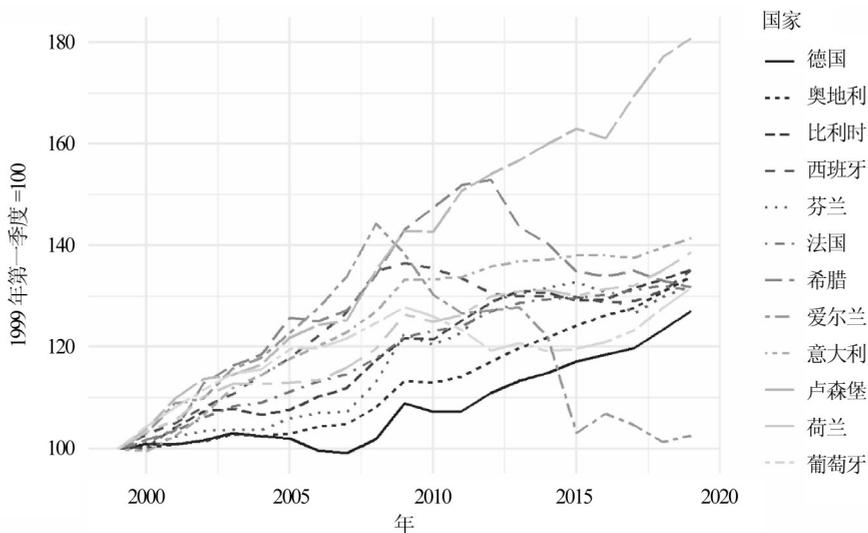
⑥ 通胀率参见世界银行官网, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>; 失业率参见欧洲统计局官网, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>。

⑦ 也可参见秦爱华:《欧盟经济周期趋同性初探》,载《欧洲研究》,2010年第2期,第79-94页。

⑧ 为方便展示,本文部分图仅显示早期加入欧元区的十二国数据,这些核心国家可充分反映欧元区总体趋势。

然而,许多证据表明,欧元区仍不满足最优货币区条件,20世纪80年代中后期通胀差异收敛与汇率稳定,与当时外部冲击较少及仍然存在的资本管制密不可分,而90年代各项经济指标趋同,则与成员国建立经济与货币联盟的强大政治意愿和努力不无关系。<sup>①</sup> 欧元引入后,各成员国宏观经济条件和经济结构的差异性依然存在,表现为经济增长率波动幅度(见图5)与单位劳动成本(见图6)的分化,欧元区各成员国经常收支开始呈现不同的走向(见图7),失衡不断累积。

图6 欧元区主要成员国单位劳动成本变化(1999-2019年)



资料来源:OECD, <https://data.oecd.org/lprdy/unit-labour-costs.htm>。

尽管边界开放,但由于语言、教育和社保制度的差异,以及普遍存在的本国公民反移民态度和对移民的歧视,劳动力流动仍然存在很多限制与障碍。<sup>②</sup> 2007年,失业最严重的德国失业率(8.7%)是就业形势最好的卢森堡(4.1%)的两倍多。<sup>③</sup> 在劳动力流动性不足的情况下,各国工资仍然更多地受本国劳动力技能、行业构成、基础设施与制度环境的影响;同时,由于历史原因,各国工会制度存在差异,不同的工资谈判模式决定了工资水平变化的灵活性,从而使得欧元区工资和收入趋同成为一个缓慢而持久的

① [德]奥托马·伊辛:《欧元的诞生》,第8-10页。

② David Dorn and Josef Zweimueller, “Migration and Labor Market Integration in Europe,” *IZA Discussion Paper*, No.14538, 2021, p.13.

③ Eurostat 官网, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database>。

图7 欧元区及主要成员国经常账户收支占GDP比值变化(1999-2019年)



资料来源:OECD, <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=67094>。

过程。<sup>①</sup> 2008年,工资最高的比利时小时工资达38欧元,是工资最低的葡萄牙(13.3欧元)的近三倍。<sup>②</sup>

多数欧元区国家“银行民族主义”(banking nationalism)盛行,银行占据金融体系主导地位,<sup>③</sup>并借助其影响力不断推动更多有利于银行的措施和立法出台。<sup>④</sup>而欧盟银行监管奉行“最低标准与相互承认下母国控制”(home country control combined with minimum standards and mutual recognition)原则,在这一离散监管体系下,<sup>⑤</sup>欧元引入后,一方面,欧元区成员国面对资本流动自由化背景下愈演愈烈的银行业竞争,争相放松对本国银行的监管,以增强本国银行竞争力;另一方面,鉴于成员国只能在国家层面进行监管,普遍为全能银行的欧元区跨国银行可利用各国监管制度的不同来规避监

① Paul De Grauwe, *The Economics of Monetary Union* (Twelfth Edition), pp.20-21.

② Eurostat 官网, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/lc\\_lci\\_lev/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/lc_lci_lev/default/table?lang=en)。

③ 有关银行业在欧洲金融体系中的主导地位的论述,参见胡琨:《国际金融危机背景下欧洲金融结构的转型——走向银行与资本市场并重均衡的欧洲金融体系》,载《欧洲研究》,2017年第4期,第18-36页。

④ 例如在德国,如企业跨市场发行公司债,申报书须事先得到德国金融监管局(BaFin)批准,而如果向以银行等机构为主体的所谓合格投资者发行,则可免除这一义务,银行与政府结合现象在德国、意大利和西班牙等国家尤其明显,因为在这些国家,银行各类职位成为政治人物重要出路,直接利益可驱使政治人物为银行代言,参见 S. Langfield and M. Pagano, “Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth,” *ECB Working Paper Series*, No.1797, 2015, p.21。

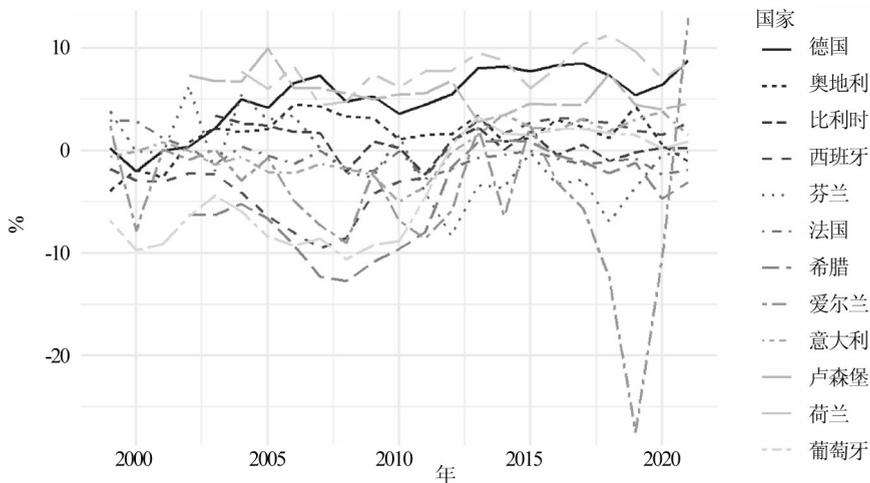
⑤ 关于欧盟银行监管体系对银行业发展影响的详细论述,参见胡琨、刘东民:《欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新》,载《欧洲研究》,2013年第3期,第65-84页;也可参见 A. D. Schoemaker and P. Wierds, “Financial Supervision: Which Model for Europe?” *FMG Special Papers 143*, London School of Economics, 2002, p.6。

管,以获取竞争优势。<sup>①</sup>

监管的放松甚至缺失推动欧元区银行经营手段和模式更加灵活多元,业务和资产迅速扩张,金融体系系统性风险急剧上升,为欧债危机的爆发埋下隐患。2008年,欧元区大型银行杠杆率普遍在35左右,而同期美国大型银行杠杆率一般在20以下;<sup>②</sup>导致欧元区银行私人非金融部门信贷占GDP比重从1999年第一季度的77.3%上升至2008年第一季度101.7%。同时,母国控制原则下成员国负责银行监管又导致欧元区各国银行业的经营状况千差万别。1999-2007年,爱尔兰、希腊和西班牙银行私人非金融部门信贷分别增长497.23%、363.62%和322.74%,远高于欧元区平均水平(89.28%),而德国、比利时和奥地利分别只增长了12.47%、42.75%和52.72%。<sup>③</sup>

资本自由流动和银行监管不足也带来各成员国金融账户收支的急剧分化,1998年,爱尔兰和西班牙金融账户逆差分别只占GDP的1.4%与0.1%,到2007年则分别扩大到7.3%和9.5%;而德国金融账户收支状况则在欧元引入后持续改善,1998年金融账户收支逆差占GDP 0.8%,到2007年,金融账户收支顺差已达到GDP的7.3%(见图8)。<sup>④</sup>

图8 欧元区主要成员国金融账户收支占GDP比值分化(1999-2021年)



数据来源: Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipsbp18/default/table?lang=en>。

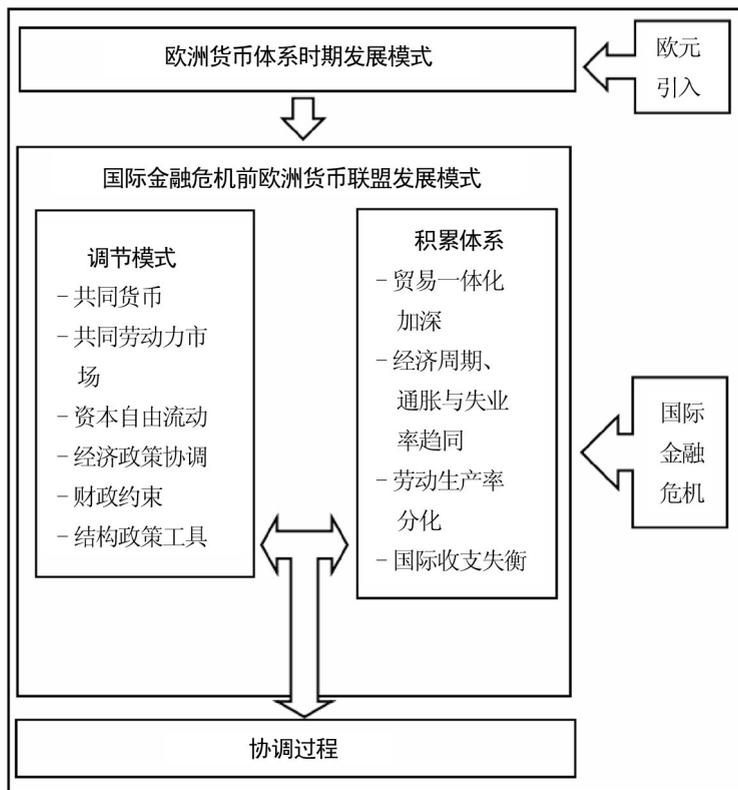
① Jakob de Haan, Sander Oosterloo and Dirk Schoemaker, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press, 2009, p.322.

② 参见 Daniel Gros and Stefano Micossi, “The Beginning of the End Game...” 20 September 2008, <http://www.voxeu.org/article/mother-all-bailouts-and-what-it-means-europe>; Daniel Gros, “Too Interconnected to Fail = Too Big to Fail: What Is in a Leverage Ratio?” 26 January 2010, <http://www.voxeu.org/article/too-interconnected-fail-too-big-fail>。

③ 国际清算银行官网, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>。

④ 欧盟数据库官网, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipsbp18/default/table?lang=en>。

图9 国际金融危机前欧洲货币联盟的发展模式及危机



注:图由作者自制。

在劳动力市场的弹性化和自由流动障碍重重、缺乏必要监管的资本自由流动反而使得失衡问题更为严重的情况下,能够提供足够转移支付的财政机制在这一时期也并未出现。早在《单一欧洲法案》出台时,欧盟就考虑到不对称冲击问题而着手引入结构政策工具,以促进经济平衡发展,<sup>①</sup>但欧盟的财政能力限制了这一工具充分发挥作用。欧盟预算资金主要来源于成员国基于增值税和国民总收入的捐款、关税和糖税等,其“2000-2006年多年期预算框架”(Financial perspective 2000-2006)将年度总预算上限设定为同期GDP的1.27%,<sup>②</sup>其中结构政策工具预算规模2130亿欧元,只占

<sup>①</sup> Single European Act (SEA), Art. 130 A and 130 B, Bulletin of European Communities, Supplement 2/86.

<sup>②</sup> European Communities, “The Community Budget: The Facts in Figures,” Office for Official Publications of the European Communities, 2000, p.105.

GDP0.46%。<sup>①</sup> 鉴于欧元引入以来各成员国各项经济指标的不断分化,结构政策工具力度显然有待加强。<sup>②</sup>

综上所述,欧洲货币联盟建立后,新的调节机制也被引入,以期减少和平抑不对称冲击,进一步推进欧洲经济一体化进程。然而,事实证明,尽管新的调节机制推动了贸易一体化深化和经济周期、通胀与失业率的趋同,但积累体系的失衡问题并未消除,只是表现为经济增长率波动幅度和劳动生产率分化以及国际收支失衡等其他形式,劳动力与资本的自由流动也未达到预期效果,遭受不对称冲击的风险仍然存在,甚至有所增大。与此同时,在欧盟或欧元区层面又未建立相应的能够平抑失衡的财政转移工具。欧元区是“非完全货币联盟”的结构性问题在这一时期并未从根本上得到改善,貌似稳定的发展模式背后危机四伏(见图9)。

## 五 国际金融危机冲击下欧洲货币联盟的危机及其协调

### (一) 欧洲货币联盟的危机

2007年,美国次贷危机爆发,其引发的信贷紧缩和流动性不足向全球蔓延,给高速扩张的欧元区银行业带来巨大冲击,大量欧元区银行陷入流动性困境。由此引发的信贷急剧收缩波及实体经济,欧元区面临宏观经济衰退与金融体系动荡的挑战,经济失衡问题因此浮现水面。<sup>③</sup>

离散监管体系下各国银行业经营状况差异较大,危机带来的影响也因此各不相同。2008-2012年欧元区银行私人非金融信贷总体稳定,增加2.92%,但之前信贷高速增长的爱尔兰与西班牙却出现信贷塌方,银行私人非金融信贷分别减少38.5%与13%;与此形成鲜明对比的是,芬兰与卢森堡分别增长26.4%与25.1%。<sup>④</sup> 成员国受冲击影响不一,共同的货币政策对此束手无策,而既有的结构政策工具无论从规模还是机制上都无法胜任。面对这一困境,在财政纪律宽松的背景下,欧元区各成员国政府陆续出台包括将问题银行国有化、直接注资、提供存款担保和经济刺激计划在内的一系列救市措施,但冲击的不对称性导致财政扩张的程度也分化明显。经济受到严重冲击的爱尔兰、西班牙和希腊等国公共债务急剧扩张,分别从2008年的42.4%、39.5%和

<sup>①</sup> “Structural Policy Reform,” <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:l60013>.

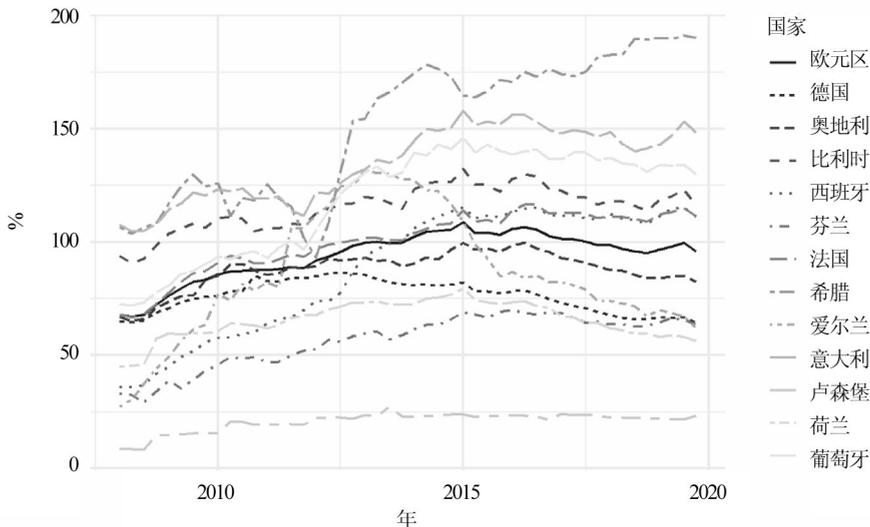
<sup>②</sup> 关于结构政策工具的详细论述,可参见胡琨:《后危机时期欧盟经济治理模式变迁刍议——社会经济模式的视角》,载《欧洲研究》,2018年第4期,第8-9页。

<sup>③</sup> 关于国际金融危机爆发后欧洲银行业困境和政府应对措施的具体论述,可参见胡琨、刘东民:《欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新》,第77-78页。

<sup>④</sup> 国际清算银行官网, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

109.4%上升至2012年的119.6%、85.7%和159.6%，而同期欧元区整体公共负债率仅从68.7%上升至89.7%（见图10）。<sup>①</sup>

图10 欧元区及主要成员国公共负债率变化(2008-2020年)



资料来源:国际清算银行, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>。

不断攀升的公共债务水平,引发了外界对国际收支严重失衡国家财政不可持续的担忧,欧元区成员国融资成本开始分化(见图11)。以希腊为例,从2006年到2010年,希腊经常项目逆差占GDP比都在10%以上,最高一年达14.4%(2008年),<sup>②</sup>金融项目逆差占GDP比不低于9%,最高一年为12.7%(2008年)。<sup>③</sup>危机爆发后,希腊十年期国债利率飙升,融资成本急剧上升,最终引发主权债务危机,并波及财政状况良好的国家。<sup>④</sup>欧元区银行是成员国债券的主要投资者,在欧元区缺乏最后贷款人机制的情况下,主权债务可能违约导致银行资产减记的恐慌冲击欧洲金融市场,银行同业拆借与市场流动性大幅收缩,金融市场动荡不已,最终演变为银行业危机与主权债务危机的恶性循环,既有的欧洲货币联盟发展模式已不可持续,调节模式与积累体系开始

① Eurostat 官网, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipsbp18/default/table?lang=en>。

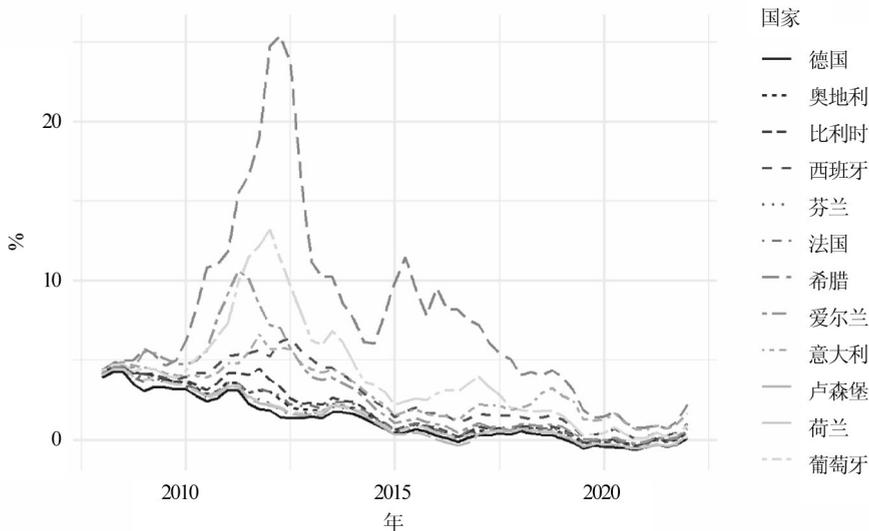
② 世界银行官网, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=BN.CAB.XOKA.GD.ZS&country=EUU,DNK#>。

③ Eurostat 官网, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nasa\\_10\\_f\\_cp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nasa_10_f_cp/default/table?lang=en)。

④ Paul De Grauwe, "The Governance of a Fragile Eurozone," *Australian Economic Review*, Vol.45, Issue 3, 2012, pp.255-268.

新的协调。<sup>①</sup>

图 11 欧元区主要成员国十年期国债利率走势(2008-2022 年)



资料来源:OECD, <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>。

## (二) 新冠疫情前欧洲货币联盟的协调

建立欧洲货币联盟是欧元区成员国推进经济一体化背景下,基于经济逻辑的理性选择。尽管遭遇危机,但在欧洲经济已高度一体化的现状下,维持欧洲货币联盟,以保障欧洲宏观经济稳定,依然是欧洲国家的普遍共识。只是欧洲货币联盟既有的调节模式无法适应积累体系的变化,亟待调整。建立财政联盟,使欧元区成为完全货币联盟,可彻底解决欧元区不对称冲击与失衡问题,但这一方案意味着欧元区成员国须向欧元区层面上交大部分财政税收主权,条件显然远不成熟。<sup>②</sup> 因此,危机爆发后,欧盟工作的重点更多立足于针对主权债务危机所暴露出的一系列具体问题进行相应的制度建设,以保障欧洲货币联盟的稳定运行。

缺乏最后贷款人机制,是欧元区银行业在国际金融危机冲击下陷入恐慌,从而引发金融动荡的关键因素,但在欧元区特殊的经济治理模式与政治架构下,无论是欧央

<sup>①</sup> 有关主权债务危机与银行业危机关系的论述,参见胡琨:《国际金融危机背景下欧洲金融结构的转型——走向银行与资本市场并重均衡的欧洲金融体系》,第 18-36 页。

<sup>②</sup> Paul De Grauwe, *The Economics of Monetary Union* (Twelfth Edition), pp.18-19.

行、成员国还是各类危机救助机制,受限于能力、职权或意愿,都无法独立履行欧元区最后贷款人角色。借助2012年9月6日推出的“直接货币交易”(Outright Monetary Transactions, OMTs),欧央行与欧洲稳定机制(European Stability Mechanism, ESM)开始共同扮演欧元区最后贷款人职能,创造性地解决了欧元区最后贷款人缺失的制度性难题。<sup>①</sup>

欧元区各国银行业在离散的银行监管体制下无序且不均衡的扩张,是引发银行业危机的直接原因。在危机推动下,欧盟银行监管理念与模式出现从“母国控制”到“审慎监管”的根本转变,成员国向欧盟层面上交银行监管权,建设以单一监管手册(Single Rulebook)为基石、单一监管机制(Single Supervisory Mechanism, SSM)及单一清算机制(Single Resolution Mechanism, SRM)为支柱的银行业联盟(Banking Union),以维护金融体系稳定。<sup>②</sup>欧元区金融体系为银行主导、缺乏替代银行业的融资体系,是银行业危机向实体经济蔓延,从而引发银行业危机与主权债务危机恶性循环的重要原因。<sup>③</sup>因此,在银行业联盟初步成型后,<sup>④</sup>欧盟开始推动资本市场联盟(Capital Market Union, CMU)建设,促进资本市场发展,调整金融结构,保障金融体系的均衡发展。<sup>⑤</sup>

财政政策缺乏足够的纪律约束是部分欧元区成员国陷入主权债务危机的直接原因,因此,回归财政平衡原则,完善财政政策监督与纠正机制,也成为危机后欧元区制度建设的重要内容。2011年以降,欧盟出台一系列条例与指令,旨在提高财政纪律监督的有效性和过度赤字程序的可操作性,并监督和纠正正在经历金融市场动荡或接受各类机构救助的成员国预算,在此基础上签署财政契约(fiscal compact),借助具有约束力和永久效力的国内法来落实财政纪律条款。<sup>⑥</sup>

这些制度建设,为欧洲货币联盟未来的运行排除了相关风险,但总体上仍停留在“头疼医头、脚疼医脚”的层面,并未触及引起欧元区宏观经济失衡与不对称冲击的深层次原因,甚至严格的财政纪律还会限制边缘成员国的政策空间,导致成员国间宏观

<sup>①</sup> Kun Hu, “The Institutional Innovation of the Lender of Last Resort Facility in the Eurozone,” *Journal of European Integration*, Vol.36, No.7, 2014, pp.627-640.

<sup>②</sup> 胡琨、刘东民:《欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新》,第77-78页。

<sup>③</sup> 在资本市场发达的比利时,国际金融危机爆发后,其银行业虽然遭受重创,银行私人非金融部门信贷在2008年第一季度到2012年第四季度也出现跌幅达12.05%的信贷塌方,但是因为资本市场融资的替代,私人非金融部门信贷同期却增加31.26%,财政压力大为减轻,公共负债率同期只从92.5%上升至104.3%。参见国际清算银行, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>; Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nasa\\_10\\_f\\_cp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nasa_10_f_cp/default/table?lang=en)。

<sup>④</sup> 单一监管机制与单一清算机制分别在2014年11月4日与2016年1月1日正式启动。

<sup>⑤</sup> 胡琨:《国际金融危机背景下欧洲金融结构的转型——走向银行与资本市场并重均衡的欧洲金融体系》。

<sup>⑥</sup> 关于严格财政纪律的详细论述,可参见胡琨:《后危机时期欧盟经济治理模式变迁刍议——社会经济模式的视角》,第15-17页。

经济条件的差距进一步拉大。鉴于宏观经济结构与发展水平差异仍然存在、劳动力市场灵活性中短期内无法大幅改善,以及资本自由流动甚至可能导致失衡加剧,欧盟致力于借助经济政策协调及结构政策工具,促进区域宏观经济趋同与均衡发展,推动欧元区向“最优货币区”迈进,避免和缓解失衡带来的各类不对称冲击。

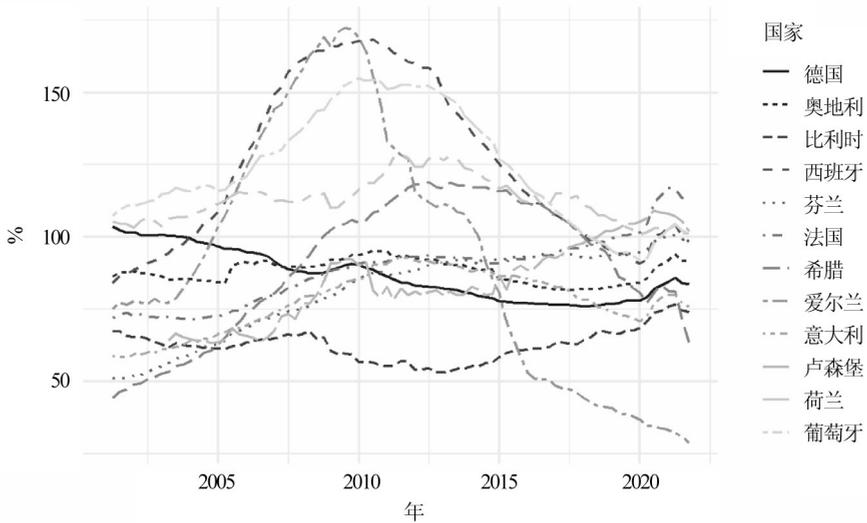
2010年9月7日,新的经济治理框架——“欧洲学期”(European Semester)出台,欧元区成员国在这一框架下加强经济政策协调与推动结构改革,推动宏观经济均衡发展;同时引入包括基于记分牌(Scoreboard)的预警机制的宏观经济失衡程序(macro-economic imbalance procedure, MIP),对宏观经济失衡进行监测与早期识别;而成员国一旦被认定为存在过度失衡情况,就会启动过度失衡程序(excessive imbalance procedure, EIP),并对相关纠正措施进行监测与评估。另外,欧盟层面的结构政策也得到进一步加强,以弥补财政纪律收紧对成员国财政政策的限制。2013年,传统的结构政策工具被整合为“欧洲结构与投资基金”(European Structural and Investment Funds, ESI Funds),政策力度有所加大,2014-2020年度预算增加至4531.81亿欧元,且与传统的结构政策工具只针对落后与结构转型地区不同,新的欧洲结构与投资基金使用更为灵活,甚至可用于较发达地区(more developed regions)。<sup>①</sup> 欧盟还于2014年推出“欧洲投资计划”(The Investment Plan for Europe),即“容克计划”(Juncker Plan),希望通过动员私人投资者撬动3150亿欧元以上的投资,在“欧洲学期”框架下,与欧洲结构与投资基金配合使用。<sup>②</sup>

在以更完善的金融救助机制、更严格的财政纪律、更紧密的经济政策协调、更审慎的金融监管和更加强化的结构政策为主要内容的新调节模式引进后,积累体系也逐渐随之出现相应变化,单位劳动成本(见图6)、经常账户(见图7)与金融账户(见图8)收支、公共负债率(见图10)、长期国债收益率(见图11)、银行私人非金融信贷(见图12)、失业率、通胀率和经济增长率(见图13)等一系列指标呈现趋同或收敛迹象。这似乎表明,困扰欧元区的失衡问题正在日益缓解,欧洲货币联盟与“最优货币区”的差距呈现逐渐缩小的态势,新的发展模式正在形成。

<sup>①</sup> 例如,意大利有许多较发达地区基础设施亟待加强,传统结构政策工具无法覆盖,而新的结构政策工具出台后,2014-2020年度意大利可获得436.84亿欧元,其中76.92亿欧元可用于促进较发达地区的发展,可资参考的数据是,2016年与2017年意大利全国基础设施公共投资额只有134.8亿和167.9亿欧元, <http://www.italy24.ilsole24ore.com/art/business-and-economy/2017-05-15/infrastructure-113914.php?uid=AEIUXMB>。

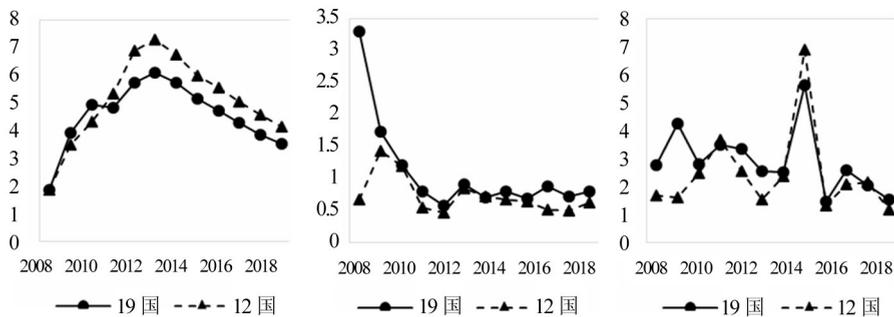
<sup>②</sup> 关于欧盟推动经济政策协调及结构政策工具的详细论述,可参见胡琨:《后危机时期欧盟经济治理模式变迁刍议——社会市场经济模式的视角》,第17-19页。

图 12 欧元区主要成员国银行私人非金融部门信贷占 GDP 比值变化(2001-2022 年)



资料来源:国际清算银行, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>。

图 13 欧元区成员国失业率(左)、通胀率(中)与经济增长率(右)离散系数(标准差)变化(2008-2019 年)



资料来源:通胀率出自世界银行, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>; 失业率出自 Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database>; GDP 增长率出自 OECD, <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>。

### (三) 新冠疫情暴发后欧洲货币联盟的协调

新冠疫情暴发后,欧元区成员国政府纷纷出台经济救助政策,各国公共债务水平再次抬头。疫情暴发前,欧元区公共负债率已多年处于下行通道,从2015年第一季度

的最高点 108.7% 降至 2019 年第四季度的 96%，在疫情冲击下公共负债率不断攀升，至 2021 年第一季度已达 113.9%，成员国中只有卢森堡没有超过 60% 的红线，欧元区财政纪律的约束效力受到严重挑战。同时，仍然存在的失衡问题也使得成员国国债收益率再次出现分化。2019 年第四季度，希腊、意大利、葡萄牙与西班牙政府负债率仍分别高达 190.1%、148.4%、129.9% 和 111.2%。在疫情冲击下，这些重债国政府融资成本却一路走高，十年期国债收益率分别从 2019 年 12 月的 1.42%、1.37%、0.41% 和 0.44% 上升至 2020 年 4 月的 2.05%、1.8%、0.97% 与 0.82%；而与此相对的是，其他欧元区成员国政府融资成本总体稳定，德国、卢森堡和荷兰十年期国债收益率甚至进一步走低。正在逐渐走出债务泥潭的重债国再次面对公共债务水平与融资成本同时升高的困境，应对新冠疫情冲击的能力受到严重限制。<sup>①</sup> 在疫情冲击下，欧元区经济衰退的同时，成员国经济增长也再次出现分化迹象，“紧急状态下减轻失业风险援助”与以“复苏与恢复基金”（Recovery and Resilience Facility, RRF）为核心的“下一代欧盟”计划这些创造性工具正是在这一背景下出台。

欧盟共同债券的发行，一方面可以减少资本在成员国国债市场上的干扰性流动，从而缓解成员国单独发债情况下因发展不均衡而引发的国债结构分化；另一方面，相比于成员国因失去货币政策主权而产生的财政能力软约束问题，在欧央行支持下，欧盟债券可享有更高信用，从而使重债和边缘成员国获得更低廉的资金，增强市场对这些国家财政可持续发展的信心。<sup>②</sup> 正因如此，“紧急状态下减轻失业风险援助”于 2020 年 4 月发布后，金融市场很快做出反应，希腊、意大利、葡萄牙与西班牙等重债国十年期国债收益率一路下行，至 2020 年 12 月分别降至 0.63%、0.578%、0.03% 和 0.042%，均创下各国有相关数据以来的历史新低，公共债务风险逐渐散去。<sup>③</sup>

虽然欧盟共同债券化解了欧元区成员国政府融资成本分化以及部分成员国融资成本高的风险，但在更严格的欧盟财政纪律约束下，欧元区成员国普遍缺乏必要的财政政策空间，以应对疫情冲击以及促进疫后经济复苏。而“下一代欧盟”中超过总额度半数的赠款，可在不增加成员国财政负担的前提下，推动成员国结构改革与区域经

<sup>①</sup> 债务数据来自国际清算银行，<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>；国债收益率数据来自 OECD，<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>。

<sup>②</sup> SURE 于 2020 年 10 月 20 日发行的社会责任债券，10 年期和 20 年期票面利率分别为 -0.238% 与 0.131%，低于绝大多数欧元区国家，截至 2022 年 3 月，SURE 债券已经发行七轮，募集 896 亿欧元，大多流向意大利（27.4%）、西班牙（21.3%）、希腊（5.3%）与葡萄牙（5.4%）等国家，参见 European Commission，“Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Financial Committee and the Employment Committee,” Brussels, 24.3. 2022, COM (2022) 128 final, p.27。

<sup>③</sup> 希腊、意大利、葡萄牙和西班牙相关数据首次出现的时间分别为 1997 年 6 月、1991 年 3 月、1993 年 7 月和 1980 年 1 月，参见 OECD 官网，<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>。

济均衡发展,从而进一步强化结构政策;并且,在实施方案中,“下一代欧盟”还向数字和绿色领域倾斜,以促进成员国经济转型,提升经济竞争力。

“下一代欧盟”资金总额的30%将用于应对气候变化,20%的“复苏与恢复基金”<sup>①</sup>则会流向数字转型领域。<sup>②</sup>绿色债券也将在“下一代欧盟”的融资中扮演重要角色。2021年10月12日,欧盟委员会以0.4%的票面利率发行120亿欧元15年期绿色债券(green bond),这是有史以来全球规模最大的一笔绿色债券。欧盟还计划至2026年在“下一代欧盟”框架下总共发行2500亿欧元的绿色债券。<sup>③</sup>另外,“下一代欧盟”的赠款由欧盟偿还,意味着在不增加成员国负担的前提下,欧盟须开辟新的收入来源,“塑料包装税”已于2021年1月1日开始征收,而“碳边境调整机制”(Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM)、数字税和金融交易税等的引入也正在紧锣密鼓地磋商中。<sup>④</sup>

综上所述,国际金融危机爆发后,欧洲货币联盟既有的调节模式与积累体系不匹配,无法缓解欧元区作为“不完全货币联盟”而存在的结构性失衡问题。危机首先在缺乏足够监管而发展严重失衡的银行业爆发,并因最后贷款人的制度性缺失和金融结构的缺陷而蔓延至实体经济和公共财政,最终引发银行业危机与主权债务危机的恶性循环,从而开启欧洲货币体系调节模式与积累体系的再一次协调进程。

在继续推进欧洲经济一体化且欧洲经济已高度一体化的背景下,完善欧洲货币联盟,保障欧洲宏观经济的平稳发展,是欧洲国家的普遍共识。鉴于引入财政联盟让欧元区成为“完全货币联盟”仍不具现实可操作性,欧盟更多从技术层面入手,针对危机所暴露出来的问题,循序渐进地进行相应制度建设,以更完善的金融救助机制、更严格的财政纪律、更紧密的经济政策协调、更审慎的金融监管和更加强化的结构政策为主要内容的新调节模式逐渐确立,积累体系也随之发生积极变化。而在疫情冲击下,为解决实际问题而引入的共同债券和更强有力的转移支付工具,尽管规模与力度仍相当有限,却创造性地使欧盟在财政一体化道路上迈出突破性一步。鉴于共同债券与转移支付恰是组成财政联盟的两个基本要素,欧洲财政联盟可以说已初具雏形(见图14)。

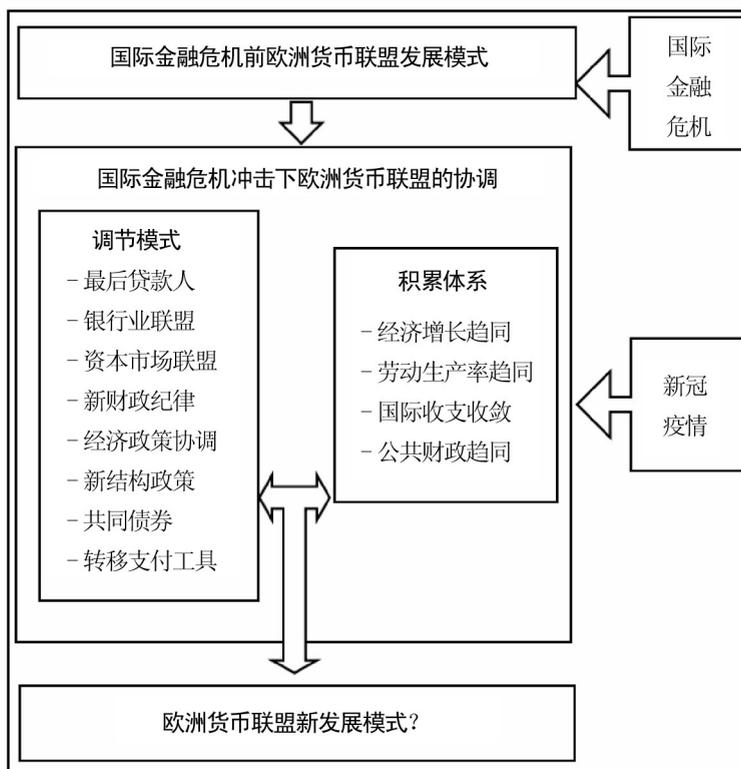
① 复苏与恢复基金(RRF)按2018年价格计算为6725亿欧元,其中3600亿为欧元区借款。

② European Commission, “The EU’s 2021–2027 Long-term Budget and NextGenerationEU: Facts and Figures,” Publication Office of the European Union, 2021, p.11.

③ European Commission, Press Release, 12 October 2021, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_5207).

④ European Council, “Special Meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020)”.

图 14 国际金融危机与新冠疫情冲击下欧洲货币联盟的协调



注：图由作者自制。

## 六 结论与展望

在推进经济一体化的进程中，欧洲货币体系面临“三元悖论”挑战，即汇率稳定、各国货币政策独立性及资本自由流动这三个目标不可同时实现。由于区域内部稳定的汇率以及资本自由流动对于欧洲共同市场建设不可或缺，因此，随着经济一体化不断加深，开展货币合作与联合，成为经济逻辑下欧共体自然而然的政治选择。在这一背景下，欧共体/欧盟不断调整货币体系调节模式，以适应经济积累体系的变化，在不同的发展模式下为货币联盟的建立创造各项条件。最终，在政治意愿推动下，欧洲货币联盟在仍不满足最优货币区“事前”条件的情况下建立，也使得欧元区从一开始就蕴藏着巨大的宏观经济失衡风险。

欧洲货币联盟引入后的新调节机制虽然会促进积累体系中的贸易、通胀和失业等

一些指标趋同,但欧洲货币联盟内部的失衡问题并没有如“内生性”最优货币区假说认为的那样会“事后”逐渐自动消失,甚至反而有所恶化。在欧元区成员国汇率政策工具丧失和财政政策工具收紧的情况下,劳动力市场、资本流动与财政政策领域平抑经济失衡与不对称冲突的适当机制却并未出现,欧元区仍然是“不完全货币联盟”,失衡更多表现为劳动生产率和国际收支等指标的分化,从而导致新的发展模式的不稳定性,最终在国际金融危机冲击下暴露无遗。

鉴于欧元区劳动力市场中短期内仍将缺乏足够弹性,资本自由流动是否会有利于区域平衡发展尚无定论,而引入财政联盟将欧元区建成“完全货币联盟”的政治共识更是遥遥无期;基于欧洲推进经济一体化的共识和经济高度一体化的现状,为维持欧元区宏观经济的稳定运行,欧盟更多地在技术层面着眼于引发危机的具体问题与制度漏洞,完善与经济积累体系相匹配的调节模式。但在这个协调过程中,却不经意地引进了共同债券与财政转移支付工具这两个财政联盟的基本要素,从而创造性地撬开了欧盟财政一体化的大门,向“最优货币区”迈出了突破性的一步。

由此可见,欧元区的实践为“内生性”最优货币区假说提供了新的视角:共同货币本身无法推动货币联盟自动走向最优货币区,更多的是因为推进经济一体化的共识和高度的经济一体化使得建立和维持货币联盟成为货币联盟各成员国在经济逻辑下自然而然的政治选择。只要经济一体化方向没有逆转,通过各类制度建设来完善货币联盟的调节机制,减少不对称冲击与区域经济失衡,从而确保经济积累体系的稳定运行,就是既定的政策方向;就此而言,每一次危机,恰恰是货币联盟“事后”“内生性”地迈向最优货币区的强大动力。

此外,欧洲资本市场联盟的建设与欧盟共同债券的发行,将会大幅扩展欧元的投资渠道,尤其是绿色债券的发行更是让欧盟在能源转型领域再次占得先机,这些新变化将给依托于“石油—美元”和“国际美元—美国国债”这两个货币循环的美元霸权带来巨大挑战,在有助于提升欧元国际货币地位的同时,对国际货币体系的未来发展也会产生深远的影响。

(作者简介:胡琨,中国社会科学院大学国际政治经济学院副教授、中国社会科学院欧洲研究所副研究员、中国社会科学院中德合作中心秘书长;钟佳睿,德国马丁路德哈勒大学法律与经济学院博士研究生、对外经济贸易大学成都研究院助理研究员。责任编辑:齐天骄)