

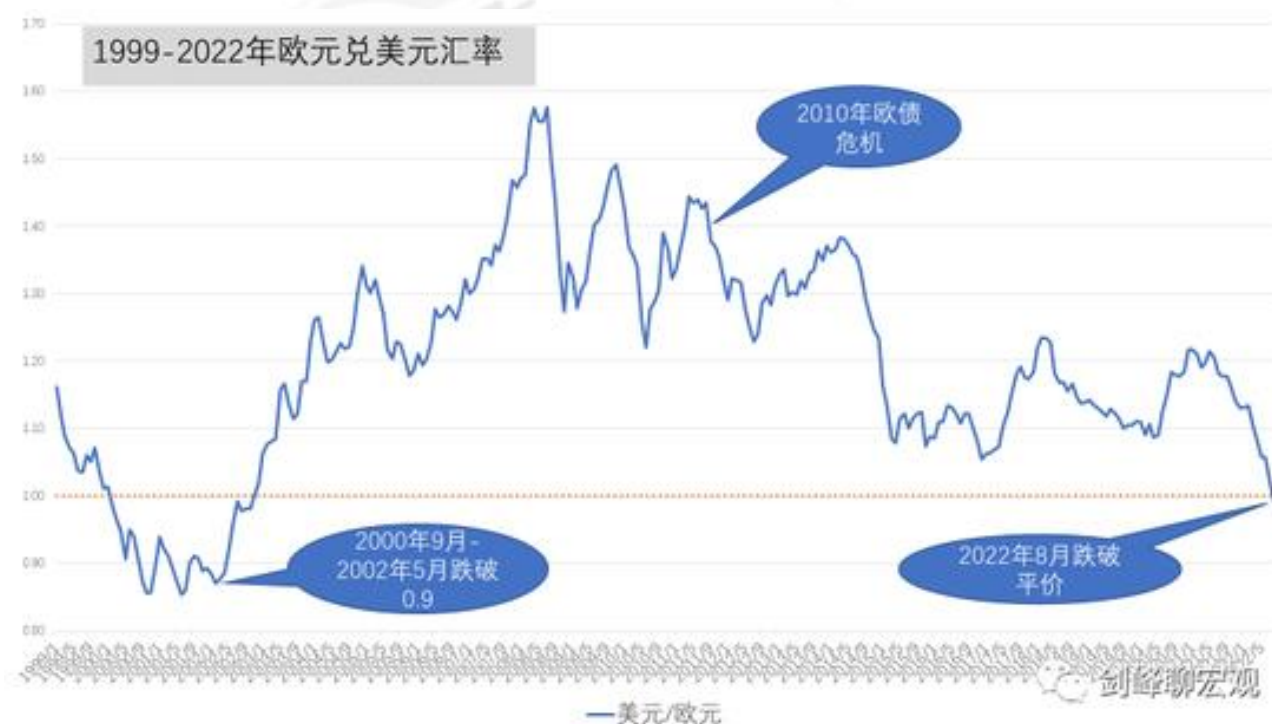


殷剑峰：欧元陨落



文/意见领袖专栏作家 殷剑峰

近期欧元兑美元汇率大幅下挫，8月下旬以来已经跌破平价（1 欧元兑换不到 1 美元）。1999 年 1 月欧洲货币联盟成立，欧元正式启动，从那时算起欧元已度过了 23 个年头。在欧元启动的第二年，欧元也曾经跌破平价，在 2000 年 9 月至 2002 年 5 月间一度跌到 0.9 以下。不过，从 2002 年 11 月开始迄今，在长达 20 年的时间里，即使是在 2008 年全球金融危机和 2010 年欧债危机期间，欧元都保持着对美元的相对强势地位。



所以，一个自然的问题就是，近期欧元的颓势只是一个短暂现象吗？我们的结论是否定的。近期欧元的颓势是 2010 年欧债危机的延续，随着政府杠杆率的持续飙升，加之能源价格上涨导致的巨额贸易逆差，欧元区的瓦解未必不可能。

1、欧元历史

自公元 476 年西罗马帝国灭亡之后，欧洲就再也没有统一过。虽然大航海之后的财政革命、金融革命和工业革命让西欧诸国成为全球的统治者，但列强之间战争不断。从第一次工业革命算起直至二战结束，通过战争方式，最接近于实现欧洲大陆统一的就是拿破仑的法兰西帝国和希特勒的法西斯德国，最终二者也都因为陷入与英国和俄罗斯/前苏联的两线作战而失败。

二战结束后，通过和平手段实现欧洲在经济、军事和政治上的联合成为欧洲大陆国家、尤其是法国和德国的梦想。在经济方面，1951 年《巴黎条约》建立了包括法国、德国在内的 6 国煤钢共同体，1957 年《罗马条约》建立了欧洲经济体共同体（欧共体），1972 年欧共体主要国家开始实施共同体各成员国货币对美元的联合浮动机制，1978 年联合浮动汇率机制进一步发展为包括建立欧洲货币单位和欧洲货币基金的欧洲货币体系（European Monetary System, EMS），1992 年《欧洲联盟条约》（又称《马斯特里赫特条约》，简称“马约”）决定自 1999 年 1 月 1 日起建立欧洲货币联盟（European Monetary Union, EMU），实行单一货币——欧元，欧洲经济和货币一体化进程进入一个崭新的高潮。

欧元之所以能够打破过往三千年的主权货币历史，成为第一个超主权货币，这一方面是因为欧洲各国对“和平统一”的向往，另一方面也得到了理论的支持，即所谓的“最优货币区理论”。这一理论始于 1961 年罗

伯特·蒙代尔的一篇论文——“最优货币区理论” (A Theory of Optimum Currency Areas), 蒙代尔的基本逻辑是, 在两个国家间, 如果生产要素、特别是劳动力可以自由流动的话, 那么, 当一国衰退、另一国繁荣时, 劳动力就可以从前者流动到后者, 进而确保充分就业。由于劳动力的跨国流动取代了汇率浮动, 成为调节两国经济的机制, 这两个国家的货币就可以实施固定汇率——固定汇率的极端就是统一的货币。

然而, 最优货币区理论忽略了国家主权及其背后的财政体制的作用。实际上, 即使是劳动力的自由流动也依赖于统一的财政体制, 因为只有财政统一了, 才会有统一的社保福利安排和真正统一的劳动力市场 (一个典型的例子就是不能享受城市社保福利因而难以在城市立足的中国农民工)。而且, 在财政分散的情况下, 经济弱国有着充分的动机从统一的货币区中攫取利益。总之, 统一的欧元区的根本缺陷在于, 各成员国的财政政策是独立的。这种货币统一、财政分散的财政货币体制为欧元危机埋下了伏笔。

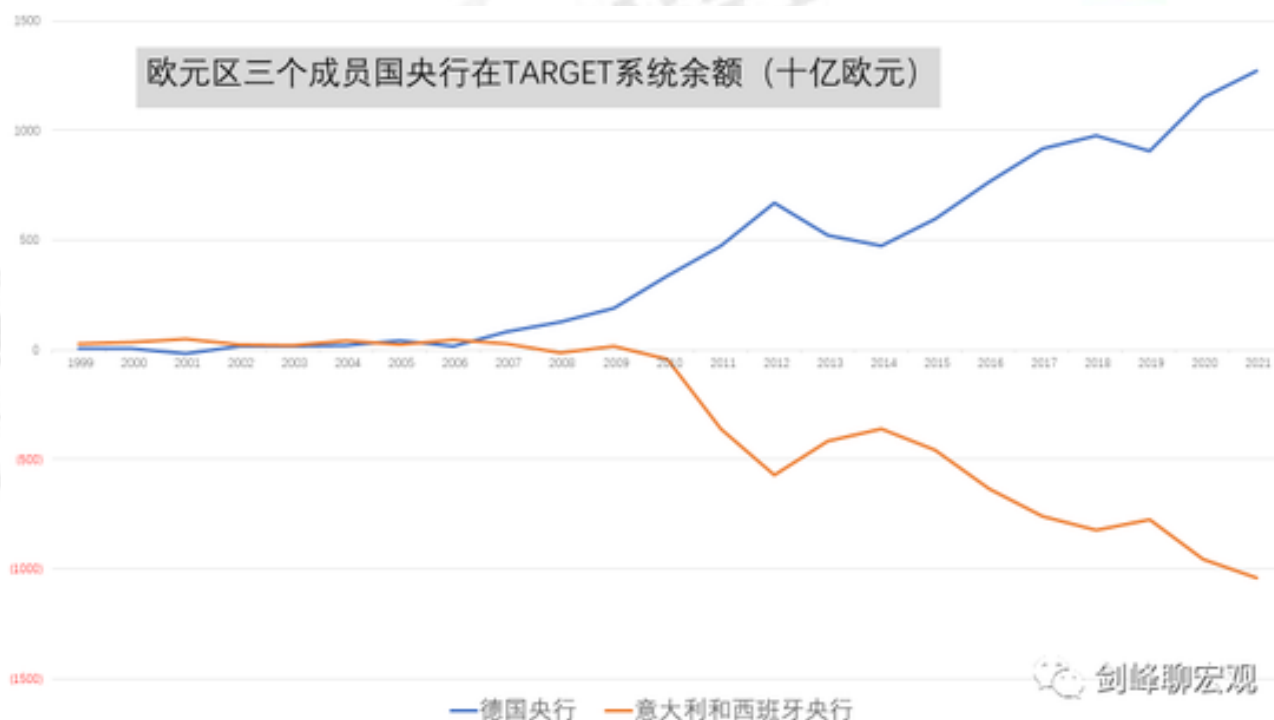
2、2010 年欧债危机

在欧元区 19 个成员国中, 经济发展水平向来差异较大。其中, 德国、法国、意大利、西班牙是前四大经济体, 经济份额占到欧元区 GDP 的 75%。传统上一般将德国、法国两个主导国家以及荷兰、比利时等归于经济发达的“北方国家”, 而将意大利、西班牙以及爱尔兰、希腊等归于经济落后的“南方国家” (在 2010 年欧债危机后, 受到重创的法国已经跌落到南方国家的行列)。从欧元区成立前一直到成立后, 北方国家和南方国家素有

芥蒂。北方国家担心南方国家利用统一的货币区“揩油”，南方国家忌惮北方国家霸道。

2010 年欧债危机起源于希腊政府债务违约，后来蔓延到意大利和西班牙，这几个南方国家的国债在市场中完全丧失了流动性。为了救助南方国家，欧央行（ECB）先是于 2010 年推出了 SMP（Securities Markets Program），2012 年又推出了 ESM（European Stability Mechanism）和 OMT（Outright Monetary Transactions），2015 年最终推出了大规模的 QE 计划。这些措施名目繁多，但在本质上都是债务货币化——让成员国央行（National Central Bank, NCB）购买本国国债。

债务货币化还改变了欧元的发行机制，扭曲了欧元区内的资源配置。欧债危机前，欧元的发行是由 ECB 根据各成员国的经济规模按比例分配。债务货币化后，随着各个成员国央行购买本国国债，赤字大、债务负担重的南方国家 NCB 就可以发行更多的欧元。这些欧元通过 Target 系统（欧央行内部国际支付命令系统，ECB 's internal international system of payment orders）支付给了赤字小、债务负担轻的北方国家（主要是德国），用以偿还先前的债务和继续购买商品服务。于是，在 Target 系统中，北方国家不断累积盈余，而南方国家不断累积赤字。

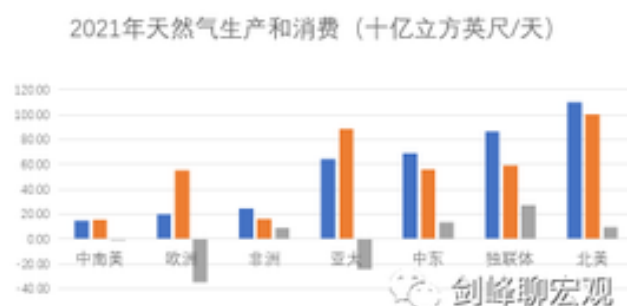
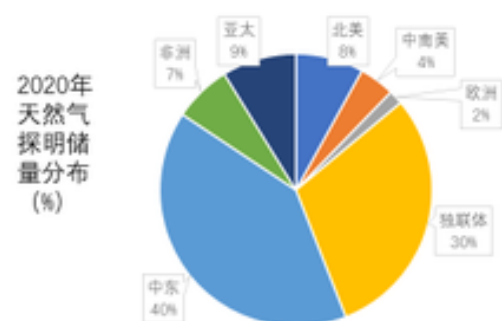
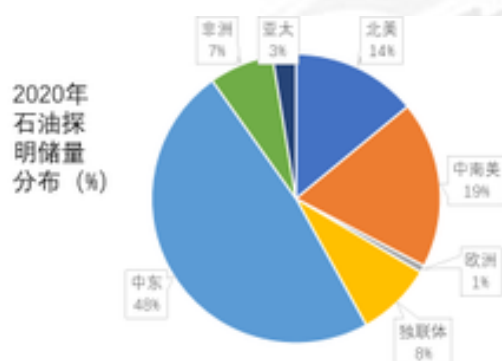


以欧元区最大的债主、德国和最大的两个债务国、意大利和西班牙为例。2008 年全球金融危机之后，德国央行在 Target 系统的净债权不断累积，对应的是意大利和西班牙央行不断累积的净债务。2019 年，德国央行的净债权超过了 9 千亿欧元，后两者的净债务则达到近 8 千亿欧元。2021 年，德国央行的净债权进一步上升到近 1.3 万亿欧元，后两者的净债务则超过了 1 万亿欧元。所以，本质上看，这就是南方国家向北方国家“打借条”——如果用黄金来清算的话，按照 1800 美元/盎司的黄金价格，大约等于 2 万吨黄金。

随着高政府债务已成既定事实，欧元区已经难以回到《稳定与增长公约》规定的情形（赤字率不超过 3%、政府杠杆率不超过 60%）。在政治联盟、进而统一财政难以达成的情况下，欧元区的存续就取决于德国能够忍受多大规模的南方“借条”。

3、欧洲的能源脆弱性

近期欧元兑美元跌破平价背后是美元的相对强势，而美元强势的背后是石油和天然气。实际上，自今年3月份以来人民币对美元的持续贬值也是因为能源价格上涨助推了美元的相对强势。全球的基本经济格局是中、美、欧三足鼎立：在全球制造业供应链和贸易网络中，形成了以中国为中心的亚太、以德国为中心的欧洲和以美国为中心的北美等三大子网络。在这三大子网络中，唯有北美能够实现能源的自我平衡。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45875

