

欧元 25 周年发展回顾及其面临的挑战

◎陈卫东

摘要：欧元的产生对全球政治经济发展格局产生了重大影响。本文聚焦欧元 25 周年的发展历程，探讨了欧元及欧元区金融一体化发展情况，指出货币一体化、金融监管一体化、金融市场一体化构成欧元区金融一体化框架，重点分析了当前欧盟一体化及欧元发展面临的欧元区成员国相对实力下降、欧元区贸易一体化程度及竞争力下降、欧元区经济增长分化、欧洲政治“向右转”等挑战，认为欧元及欧元区面临的挑战促使我们对一体化框架及推进进程进行反思。

关键词：欧元；欧元区金融一体化；货币；金融监管；金融市场

中图分类号：F831

文献标识码：A

从全球经济一体化发展和国际货币体系变革的角度看，欧元的设立都是一个具有里程碑意义的事件。从经贸体制看，它代表着区域经济一体化的新高度；从货币发展看，在超越国家主权基础之上设

立新的广泛使用的货币，它是国际货币体系发展的新尝试。

一、欧元及欧元区金融一体化发展

（一）欧元发展及货币一体化

货币一体化是欧盟一体化最典型的特征，在其 25 年的发展历程中，货币的一体化，也促成欧元区成员国努力推动金融监管一体化。

欧元于 1999 年正式实施，在此之前已经论证了近 30 年的时间，所以欧元本身的产生其实经历了 50 多年的历程，是各种方案和成员国利益博弈的结果。欧元能最终产生还是基于欧盟一体化的发展进程。欧元产生后，给全球货币体系带来了重要影响：第一，欧元是欧元区成员国的单一货币，对外实行单一的汇率，对内实行统一的货币政策。第二，在欧盟之内还有一些成员国并没有加入欧元区，欧元与欧盟非欧元货币实行的是欧洲汇率机制

(这实际上是欧元产生之前的欧盟的汇率机制), 欧元与尚未加入欧元区的欧盟成员国货币汇率维持在 15% 的波动幅度。第三, 有一些国家与欧元建立了锚货币的关系。截至 2022 年年底, 全球有 26 个国家和地区实行了盯住欧元汇率的安排。欧元在全球国际货币体系的发展中起到了非常重要的作用。自欧元产生以来, 有几个重要的关键点: 2000 年刚诞生时, 欧元兑美元汇率跌破了平值, 在全球新冠疫情期间, 这个平值再次出现, 欧元兑美元汇率水平跌破平值影响到市场对欧元的信心。而另外一个关键点是 2010—2012 年欧债危机, 很多人怀疑欧元能否存在下去。当时欧央行行长以及法国、德国等重要成员国发出了强力的声音要维持欧元, 使人们逐渐恢复对欧元的信心。这几个关键点对我们研究欧元的生命力及其发展提供了重要的样本。尽管有这些波折, 但 25 年来, 欧元汇率指数仍在全球最稳定的货币行列。

从欧元作为国际货币职能来看, 其跨境使用的货币功能呈现非对称性。具体而言, 在 25 年的发展过程中, 欧元在全球支付和外汇交易方面的份额超过了 30%, 而在外汇储备、跨境贷款方面使用比例通常维持在 20% 左右。这种跨境使用功能的不对称性背后有一些深刻原因。

在国际储备使用方面, 因为欧元区的安全资产受制于各个国家的财政政策割裂, 各个国家的财政面临着严格的财政约束, 限制了欧元计价主权债务的发行和供给, 从而影响到全球投资者对欧元安全资产的持有。

从跨境使用来看, 欧元区成员国对外出口的商品中以欧元定价及交易的占比接近 60%, 服务贸易出口使用占比也接近 58%, 欧元在其成员国进出口中占比非常高, 它在贸易结算方面的功能充分发挥出来。欧元的跨境使用有利于降低成员国对外经贸投资风险。

欧元为行使国际货币的职能而对外提供流动性的渠道和方式与美元是不一样的。20 世纪 70 年代之后, 美元大量通过经常项目逆差的方式对外提供流动性; 而欧元区长期保持贸易顺差, 少数年份出现逆差。欧元对外提供流动性的重要方式是资本的对外输出, 包括证券投资、直接投资等。美元在为

其跨境使用提供流动性时, 通常存在着“特里芬难题”, 即美国通过经常项目长期逆差对外提供流动性, 最后导致本币的币值不能维持, 或者通过大量发行美元债券, 通过美国不断的债务积累的方式对外提供流动性, 最终导致对美元币值乃至币信的冲击。但是欧元的全球使用却不存在这个问题。这是欧元的跨境使用和美元的跨境使用一个很大的不同点。

欧元为什么能够产生? 一个很重要的支柱是欧洲经济一体化发展, 欧盟一体化程度也决定了欧元生命力和未来的发展空间。欧元作为欧元区单一的货币, 为欧元区实施统一的货币政策创造了条件。欧元区建立了欧洲央行制度, 欧洲央行制度由两个层次机构组成, 即欧央行和各成员国的中央银行。欧央行制定欧元区统一的货币和金融政策, 然后交由各成员国中央银行来实施。从欧央行的政策目标来看, 最开始成立的时候基本上以控制通货膨胀为目标。随着经济的发展和欧盟一体化的发展, 它的目标也得到扩展或进行调整, 例如, 将经济增速纳入宏观调控政策的选项, 将家庭自有的住房成本纳入通胀的统计范围之内。随着各国对气候问题的重视, 气候变化相关的变量也逐渐纳入欧央行政策调控的目标考量之内。欧元区货币政策工具手段也是根据经济的发展和市场发展不断完善。在美国次贷危机之后, 欧洲央行不断加大资产负债表的使用, 其作用和功能从最后的贷款人演变为金融市场重要的做市商, 这和美联储及日本央行角色转换是一样的。

欧元的产生及其应用是欧洲金融一体化最主要的成就, 它也是欧元区进一步推进金融监管和金融市场一体化的基础。

(二) 金融监管一体化

为推动金融监管一体化的发展, 2011 年, 欧盟委员会建立了三家分业监管机构, 分别是欧洲银行管理局、欧洲证券市场局、欧洲保险和职业年金管理局。成立了欧洲系统性风险委员会, 负责欧盟金融体系宏观审慎监管, 防范化解系统性金融风险, 对大型银行机构设置逆周期资本缓冲要求及附加资本缓冲要求。对按揭贷款推出了债务收入比、偿债

备付率等监管指标。针对大规模的跨境资本流动，设置了跨境资本流动宏观审慎监管框架。在银行业监管方面建立了欧洲银行业联盟的三支柱框架。在整个欧盟区域之内，设立单一的监管机制、单一的处置机制，同时也在建立欧洲存款保险机制。在涉及利益分配问题时，各成员国之间也是有矛盾的，最大的矛盾体现在欧洲存款保险机制方面，各国在受益和承担的成本方面仍未达成一致。欧盟打造银行业联盟，构建三支柱监管体系，有利于提高欧盟银行的稳定性。例如，从不良贷款率来看，2015—2020年，欧盟大型银行不良贷款率从5.7%下降到2.6%，核心资本充足率从12.9%提升到15.5%，资本充足率从17.7%提升到19.7%。由于欧元区在此期间实施负利率政策，欧洲银行业净息差不断收窄，ROA、ROE长期处于较低水平。

相较于货币一体化，金融监管一体化的效果主要体现在促进欧盟金融稳定，特别是银行体系稳定方面发挥了一些作用。得益于一体化监管体系，欧盟的全球话语权也得到提升，特别是在《巴塞尔协议Ⅲ》相关规则的制定和落实的过程中，欧盟的作用明显增强。由于在风险分担机制方面存在着比较明显的分歧，所以存款保险制度进展较为缓慢。银行机构跨境配置资产负债的意愿还比较低。这说明一旦涉及利益分配问题，超越主权之外的监管制度落实并不容易。

（三）金融市场一体化

在推进金融市场一体化方面，2014年，欧盟提出构建资本市场联盟计划。欧盟先后在金融资产证券化、发行说明书、公募投资基金、个人养老基金、众筹、投资公司审查、金融市场基础设施建设等十个方面推出了多项法规和措施，旨在降低融资成本，拓展中小企业融资渠道，提升欧元区资本市场国际竞争力。长期以来，欧洲的金融市场是以间接融资为主的，资本市场的互联互通及功能发挥并不充分，资本市场联盟的相关措施，在此方面有所改进。

在货币市场一体化发展方面，过去20年，欧元区货币市场交易量呈现稳步增长态势。2022年，日均交易量接近1.4万亿欧元，余额达9万亿欧元。其中，以证券回购为代表的抵押融资在2022年占

到56%，外汇掉期交易量占24%，是欧元区货币市场主要的交易品种。余下的交易为银行间信用拆借及隔夜利率掉期。欧元区货币市场交易主要为本国交易，跨境交易只占总交易规模的33%，主要由大型银行驱动。从这方面来看，货币市场一体化程度还不高。

从债券的一体化来看，欧央行自2014年10月正式启动资产购买计划，新冠疫情期间相继推出疫情紧急购买计划（PEPP）、疫情紧急长期再融资操作（PELTROS）等非常规货币政策工具。欧央行作为欧洲主权债券的最主要购买者，推动了欧洲债券一体化程度的提升。欧盟推出的短期就业融资计划（SURE计划）和成员国迈向可持续复苏和绿色转型、数字化及有韧性发展计划（NEGU计划）获得了AAA的评级，高于一般成员国的评级，这是它的优势之一。

从股票市场一体化指数来看，近20年呈波动状态，近年有所下降。主要因为欧元区成员国股票市场价格走势分化加剧。欧元区股票市场融资能力不足，部分欧资企业出于上市便利性和投资者结构考虑，更愿意选择到美国市场上市，欧洲股票市场融资与美国差距拉大。从投资基金股权投资地域分布看，近20年来，欧洲投资基金投资于本国及欧元区占比一直在50%以下，2019年以来，甚至降至不到30%，在欧元区之外的投资超过70%。

欧元的产生将欧洲区域经济合作推上了新高度。25年的发展既体现出成员国之间合作的价值，但也经历了波折和冲击。欧元产生后，欧盟区域内也在推动金融的深入合作，但金融一体化对欧元区内跨境资金流动的推动仍然不够，特别是对区域内的融资能力提升的推动不够，极大地限制了金融一体化的成效。

二、欧盟一体化及欧元发展面临的挑战

（一）欧元区成员国相对实力的下降

欧盟成立的初衷是欧洲部分国家在二战后希望以集体力量应对冷战格局。但建立欧元区对其经济相对实力提升有限。欧元区在成立之初（1999—2004）经济在全球占比一度短暂小幅上升。不过，

自2004年以来,欧元区经济在全球占比呈下降趋势,当前已降至15%以下。美国占比相对平稳,新兴经济体占比则呈上升态势。欧盟本来是全球主要的一极,但在当今地缘政治变化中,欧盟紧跟美国的步伐,在相当程度上削弱了欧元国际化增长的空间。欧盟积极跟进美国对俄罗斯、朝鲜、叙利亚的金融制裁,则降低了欧元作为国际货币的使用。

(二) 欧元区贸易一体化程度及竞争力的下降

欧盟最大的效用是对区域内的贸易发展的推动。不过,从近些年的发展看,反映欧元区贸易合作程度的一些指标呈现下降趋势。在2000年前后,欧元区贸易总额占全球比重在30%左右,而到2021年下降到25%以下。在欧元区成立之初,其在全球价值链中的地位有所上升,但自2004年后呈下降趋势;与之相反,欧元区对外部市场增加值的依赖程度则不断上升。这种情况从一些行业在全球价值链中的地位变化也得到佐证,如除机电设备、车辆等少数制造业部门在全球价值链中地位指数上升之外,大多数制造业部门全球价值链地位指数都呈下降趋势。从欧元区内部成员国之间的贸易看,欧元产生以后,曾短暂地提升了成员国之间贸易占其对外贸易的比重,但在2004年之后,这一比重呈下降之势。在世界各国加大科技创新发展的背景下,欧盟的前沿技术发展及创新业态发展相对较慢。

尽管欧元区在努力推动金融一体化,但欧元区金融对外依存度不断上升。2002—2021年,欧元区对外金融资产由7.7万亿美元上升到38.2万亿美元,占GDP比重由98.5%上升到273.1%;对外负债由8.6万亿美元上升到38.4万亿美元,占GDP比重由107.7%上升到274.6%。

(三) 欧元区经济增长的分化

从2000—2023年GDP年均增速看,德国、法国、意大利分别为1.12%、1.2%和0.34%,爱尔兰、马耳他、立陶宛分别为5.16%、4.39%和3.91%。欧元区年均增速为1.22%。各国增速差异很大,大的经济体增速较低,小的经济体增速较高。欧元区整体增速低于全球经济平均增速。欧元区机制似乎

没有起到推动经济增长的作用。而不同国家经济发展的差异给统一的政策调控造成巨大的障碍。例如,从2023年的情况来看,GDP增速最高的马耳他为5.7%,最低的爱尔兰为-3.2%;CPI最高的斯洛文尼亚为11%,最低的比利时为2.3%;政府债务占GDP比重最高的希腊为161.9%,最低的爱沙尼亚为19.6%。欧元区有严格的政府债务比例和赤字比例规则,但由于成员国之间的经济发展差别很大,这些约束很难坚守。这成为欧元区发展的一个重大矛盾。

(四) 欧洲政治“向右转”

欧元区内在的矛盾会不会成为现实的障碍,会不会导致欧元的崩溃或者欧盟解体,取决于各国的政治选择。最近一次欧洲议会选举的初步结果超出很多人的预料。“向右转”意味着很多政策会发生重大的变化。右翼势力更加强调国家主权的重要性,反对自由贸易,不注重绿色转型,这些政策与欧元区的一体化方向背道而驰。有些代表性人物甚至曾经明确表态要放弃欧元。右翼势力的增强可能与一体化政策的推进有些关系,而各成员国的政策选择,则对欧盟的运行体制以及欧元的未来产生重大的不确定性。

总之,作为区域经济一体化发展的新高度,欧盟的设立及欧元的产生对全球政治经济发展格局产生了重大影响。区域经济一体化是经济全球化的一种方式,也是全球化难以跨越国家主权的一种妥协。欧元以及欧元区面临的挑战证明了国家主权和让渡国家主权的边界及平衡并不容易,特别是在让渡部分主权之后,如不能有效推动各国经济发展或帮助解决各国经济发展的重大问题,矛盾就会进一步激化。这些不能不促使我们对一体化框架及推进进程进行反思。

(责任编辑:辛本胜)