

# 欧元 25 年：历史、问题与展望

◎王晋斌 厉妍彤

**摘要：**欧元 25 年的历史也是欧元在国际货币体系中地位起伏的历史。欧元在对内对外价格稳定上成就显著，在促进增长和增强金融稳定上作出贡献。欧元区内生的诸多问题，例如，货币与财政政策的非一致性、资本市场的非统一性等影响了欧元的发展。欧元未来的发展前景取决于能否良好地解决所面临的一系列问题。作为政治一体化超越经济一体化的产物，欧元是成功的。展望未来，欧元作为美元货币体系挑战者的身份恐难以改变，美元主导、欧元跟随的国际货币体系或将延续多年。

**关键词：**欧元；财政与货币政策；统一大市场；地缘政治

**中图分类号：**F831      **文献标识码：**A

自 1999 年欧元诞生至今已 25 年。截至目前，20 个欧盟成员国总计 3.5 亿人口使用欧元，欧元区实行统一的货币政策。欧央行认为，欧元是欧洲统

一和团结的象征，也是国际货币体系的重要组成部分（ECB，2021）。目前，欧元区占欧盟经济的 85% 以上，欧元巩固了通过欧洲一体化取得的巨大经济收益，降低了欧元区成员国之间的交易成本，消除了过去各成员货币名义汇率变动的不确定性，增加了欧元区国家之间的贸易和投资，并通过统一大市场提供了更多的风险分担机会。欧元还深化了欧元区国家的经济和金融一体化，从而提升了欧洲在国际舞台上的地位和作用。欧央行旨在维持中期价格稳定的货币政策为企业和家庭进行长期投资创造了有利条件（Christine Lagarde，2022）。如今，欧元仍是世界上第二大和值得信赖的货币。在竞争激烈、瞬息万变的国际环境中，欧洲只有依靠强大的单一市场和强势货币才能保持其经济实力和社会安全，欧元区近 60% 的商品出口合约，一半的商品进口都是以欧元计价的（ECB，2024a）。

作者简介：王晋斌，中国人民大学经济学院教授；厉妍彤，对外经济贸易大学国际经济研究院助理研究员。

由于欧元区成员国没有独立的货币政策，财政政策成为其成员国政府调控经济最重要的手段。对财政政策的过度依赖使得部分成员国突破 1997 年《稳定与增长公约》规定的欧元区各国政府财政赤字不得超过当年国内生产总值（GDP）的 3%，公共债务不得超过 GDP 的 60% 的规定，进一步导致欧元区政府主权债务风险累积。2008 年全球金融危机发生后，2009 年 12 月全球三大评级机构下调了希腊主权评级，希腊财政危机显现。随后，葡萄牙、爱尔兰和西班牙等国的财政危机相继爆发，欧洲主权债务危机爆发，欧元遭到大肆抛售，欧洲股市暴跌，欧元兑美元汇率也大幅下跌，面临诞生 11 年以来的最严峻考验。2010 年 5 月欧盟财长会议达成一项总额为 7500 亿欧元的巨额紧急援助计划，欧央行对金融市场也进行了大规模流动性支持，欧债危机最终得以缓解并逐步消除，欧元度过了自成立以来最难的一关。2020 年新冠疫情发生以来，欧央行采取了包括疫情紧急购买计划（PEPP）等在内的一揽子计划，加大金融市场流动性供给，便利欧元区成员国融资，减轻了疫情对欧元区经济和金融的冲击。在其 25 年的历史中，欧元多次历经危机，政治和经济一体化理念和行动支撑下的欧元未出现崩溃，使用欧元的国家数量从 1999 年的 11 个扩展到 2023 年的 20 个。欧元始终占据世界第二大货币的位置，是重要的国际货币。

## 一、好的货币和货币体系的衡量标准

如何看待欧元 25 年的历史？欧元是欧元区的货币，而欧元货币体系是重要的国际货币体系。需要从货币体系的基本功能去看待欧元的表现。从欧央行成立之日起，其主要目标是保持价格稳定，即维护欧元的价值。同时，欧央行认为，价格稳定对经济增长和创造就业机会至关重要。经济增长和创造就业机会是欧盟的两个目标，货币政策在这一领域可以作出最重要的贡献。

2021 年 6 月 8 日，欧央行正式公布了货币政策新框架。与 2003 年货币政策框架相比，新框架采取了中期平均通胀目标制，将货币政策目标绝对通胀率 2% 修改为“中期内实现 2% 的通胀率”，2%

的通胀目标为通胀预期提供了一个明确的锚定，本质上也是弹性平均通胀目标值，因为欧央行允许通胀率阶段性高于 2%，出现阶段性的通胀目标“超调”。欧央行货币政策新框架中货币政策的首要目标不变，即保持欧元区的价格稳定。在不影响价格稳定的条件下，欧央行将支持《欧盟条约》第 3 条规定的包括平衡的经济增长、以充分就业和社会进步为目标高度竞争的社会市场经济，以及高度保护和改善环境质量。欧央行货币政策评估建立在经济分析和货币金融分析两个相互依存的“双因素”基础之上。经济分析侧重于实际和名义经济增长；货币和金融分析监测货币和金融发展，重点分析了货币传导机制的运行、金融失衡和货币因素可能给中期物价稳定带来的风险。这一新框架反映了 2003 年货币政策框架以来欧元区面临的新变化。在校准货币政策工具时，金融稳定是价格稳定的先决条件。换言之，在金融不稳定时，欧央行首要考虑的是金融稳定，中期目标是价格稳定。防止金融不稳定也因此成为欧央行的核心职责。综合来看，价格稳定、促进增长和保持金融稳定性都是欧央行的职责。可见，从一般意义上来说，一个好的货币或者一个好的货币体系致力于通胀目标的锚定、稳健的增长（就业）和保持金融的稳定性。

从欧元区通胀来看，欧央行监测物价水平的关键指标是统一消费物价指数（HICP），1999 年 1 月—2024 年 8 月期间，欧元区月度平均通胀率为 2.1%，欧央行基本锚定了 2% 的通胀目标；但波动性不小，标准差达到 1.8%。不考虑 2000 年疫情冲击以来的高通胀情形，1999 年 1 月—2019 年年底，欧元区月度通胀简单均值 1.7%，标准差 0.9%。如果以 2021 年 6 月欧央行采用货币政策新框架为界，2021 年 7 月之前，欧元区通胀目标锚定在接近但不到 2%。2021 年 6 月货币政策新框架修正为中期通胀目标 2%，或弹性平均通胀目标制，允许通胀阶段性超调，结果欧元区经历了历史上最高水平的通胀周期，2022 年 10 月，欧元区通胀率达到峰值，同比增长 10.6%。2022 年 7 月起欧央行加息，政策性利率加到了几乎是历史峰值的 4.50%（2023 年 9 月）。截至 2024 年 6 月，欧元区通胀率下降至同比增长 2.5%，通胀率收敛于目标通胀率 2%，欧央行

宣布降息。截至2024年9月,欧元区通胀率为1.8%,已经低于目标通胀率。从长期来看,欧央行比较好地锚定了2%的通胀目标(Burban et al., 2024)。

从经济增速来看,欧元区经济增长乏力。1999—2023年欧元区GDP年增速简单均值为1.4%,低于同期欧盟(EU)年度简单均值(1.7%),而同期发达经济体年度简单均值为1.9%。欧央行预计2024年GDP增长率为0.8%,低于潜在产出水平。

从金融稳定性来说,受2007—2008年次贷危机的持续冲击,2009年10月20日希腊债务危机浮出水面,欧元在全球货币体系中的角色受到挑战。由于其联盟国家的债务负担过重,欧元区货币体系的整体稳定性受到影响,导致欧元出现持续走软的现象,甚至出现了欧元危机。为了维护各成员国的金融稳定,2010年5月欧盟与国际货币基金组织出台了欧洲金融稳定机制(ESM),并成立了稳定基金。欧洲金融稳定机制是一项临时性安排,整个计划在2013年6月到期。ESM当时在2011年3月25—26日的欧盟峰会上获批,由800亿欧元现金及6200亿欧元通知即缴资本组成,ESM预计将在2013年年中前取代欧洲金融稳定基金(EFSF),其主要任务是为欧盟成员国提供金融救助。2012年10月8日,欧洲金融稳定机制正式生效,对解决欧债危机起到了重要作用。2020年疫情冲击、财政货币刺激和供给冲击引发了高通胀。为了应对通胀加息可能导致的主权债务风险,2022年7月21日,欧央行在利率决议中,宣布推出反碎片化金融工具(Transmission Protection Instrument, TPI), TPI将确保货币政策立场在所有欧元区国家顺利传递,货币政策的单一性是欧央行能够履行其价格稳定任务的先决条件。TPI购买将集中于剩余期限在1~10年之间的公共部门证券(由中央和地区政府以及欧央行定义的机构发行的有价债务证券)。如果合适,可以考虑购买私营部门证券。TPI购买的规模将取决于货币政策传导所面临风险的严重程度,购买不受事前限制。从历史上看,欧债危机后期,2012年9月6日,欧央行在二级市场上以严格的条件约束推出无限量购买欧元区成员国主权债券的“直接货币交易”(Outright Monetary Transactions, OMT)计划。这项操作将主要购买1~3年期的相对短期国债,且

不会事先设定购债规模。根据规定,当某国融资成本飙升导致市场投机,影响欧元区统一和稳定时,OMT将在二级市场上无限量购买该国国债以稳定市场;但若受援国无法兑现其已承诺的财政紧缩和结构性改革措施(稳健和可持续的财政和宏观经济政策),欧央行将中止其购债行为。而2022年7月推出的TPI购买债券期限跨度显著增加,意味着欧央行在预判主权债务风险、维护金融稳定上发挥出更重要的作用,疫情以来欧元区在整体上保持了金融的相对稳定性。

总体上,欧元在稳定物价上成效显著,在促进增长上成效并不明显,而在金融稳定上,欧元经历了多次危机冲击,采取相应措施增加了欧元区金融体系的弹性和抗击风险的能力,为欧元区实体经济提供了融资,支持了实体经济的增长(Hobelsberger et al., 2022)。欧央行在保住欧元作为重要国际货币的地位上发挥了关键作用。

## 二、欧元在国际储备和市场交易中的地位变迁

1999年欧元诞生之初,依据IMF(COFER)的数据,欧元在全球外汇储备中的占比为18.12%。此后,伴随欧元区经济进入较好的增长期——1999—2007年欧元区经济简单年均增长率达到2.3%,同时伴随着欧元区成员国规模的扩大,欧元在全球外汇储备中的占比在2009年第三季度达到历史峰值28.03%。与美元相比,欧元作为全球外汇储备的比例与美元作为全球外汇储备的比例之差缩小至历史最小值33.53%。依据IMF(COFER)的数据,2024年第二季度欧元在全球已分配外汇储备中的占比为19.76%,地缘政治变化影响了欧元作为储备货币的作用,ECB(2024b)预计未来10年地缘政治风险将成为官方储备管理决策中越来越重要的考虑因素。

从欧元在全球货币支付中的占比来看,欧元曾经在相当长的时间里是世界第一大支付货币。依据SWIFT的数据,在2010—2012年间,欧元在全球货币支付中月度占比大约为41.2%,而同期的美元月度占比为31.8%。欧债危机爆发后,从2013年

图1 欧元对美元的即期汇率（月度值，未经季节调整）



下半年开始，欧元占比开始低于美元占比，这种情况一直持续到当下。尤其是俄乌冲突爆发之后的大半年，2023年开始欧元在全球货币支付中的占比出现了断崖式下滑，从2023年1月的约37.9%下降至2024年8月的约为21.6%。从历史上看，2012年5月欧元在全球货币支付中占比峰值达到近45.7%，目前欧元在全球货币支付中占比出现了深度下滑。

从欧元的跨境借贷（包括信贷和证券）来看，依据BIS的数据，2000年第一季度欧元全球跨境借贷的规模接近8500亿欧元，占全球跨境借贷的比例约为21.0%。2024年第一季度欧元全球跨境借贷的规模接近4.23万亿美元，占美元的四分之一左右。

从全球OTC（Over-the-Counter）外汇交易额占比（总计200%）来看，依据BIS三年一次的调查数据（Triennial Survey），2001年欧元占比38%，美元占比90%。2010年欧元占比达到39%的峰值，此时美元占比为85%。此后欧元占比下降，截至2022年，欧元占比31%，美元占比88%。从OTC外汇每日平均交易量来看，2001年欧元日均交易量大约0.47万亿美元，到2022年欧元日均交易量达到了近2.3万亿美元，但仍显著低于美元日均约6.6万亿美元的交易量。

从IMF创建的国际流动性补充工具特别提款权（SDR）来看，依据IMF董事会每五年一次审查中批准的特别提款权货币和权重，2000年欧元占比29.4%，2010年达到峰值37.36%，到2022年下降至29.31%，略低于欧元诞生之初的水平。

从欧元对外币值来看，欧元对美元汇率为1欧元约等于1.14美元。2008年3月欧元对美元汇率达到峰值，1欧元约兑换1.58美元。截至2024年10月，1欧元约兑换1.09美元。从长期来看，1999年1月—2024年10月，欧元对美元月度汇率均值大约为1.185。截至2024年10月，与1999年1月相比，从欧元25年对美元月度汇率均值来看，欧元还是保持住了诞生之初与美元的汇率水平，且升值2.2%（见图1）。因此，从欧元价格稳定来看，欧元是成功的：对内基本实现了长期2%的通胀目标，对外基本实现了对美元的长期稳定汇率。

25年来欧元在国际储备和市场交易中的份额变化表明，其有过辉煌的历史。作为全球外汇储备货币，欧元占比在2009年第三季度达到28.03%的峰值；作为全球支付货币，欧元在SWIFT中占比在2012年5月达到45.69%的峰值；作为全球跨境借贷货币，欧元在2000年第一季度至2008年第一季度取得了273.0%的最快增长率；作为全球外汇市场交易货币，欧元占比在2010年达到39.0%的峰值（总计200%）；作为全球主要货币的对美元币值，欧元对美元汇率在2008年3月达到近1.58的峰值。

欧元也有其脆弱性。欧元的巅峰时期均发生在次贷危机之前或者在欧债危机之前（2012年及之前），每一次的危机对欧元的冲击都很大。2023年欧元交易占比断崖式下滑与俄乌地缘政治冲突直接相关，欧元区应对外部和内部冲击的能力偏弱，与欧元区的政治一体化超越了经济一体化直接相关。政治一体化的超前也意味着经济一体化的宏

观政策并未真正实现，缺乏统一宏观政策的执行效果。

### 三、欧元发展面临的主要问题

欧元未来的发展将取决于欧元区面临问题的解决情况。欧元 25 年起伏的历史揭示了欧元面临着的一系列深层次的问题。

#### (一) 统一的货币政策与分散的财政政策并存，欧元区成员主权债务约束问题难以解决

欧元区面临的核心问题之一是统一的货币政策与分散的财政政策并存，导致了主权债务市场的分割，并存在“搭便车”行为。1993 年《欧洲联盟条约》(Treaty on European Union)，也称马斯特里赫特条约，要求区内各国必须将财政赤字控制在 GDP 的 3% 以下，将国债占 GDP 之比控制在 60% 以下，并作为其他欧盟国家加入欧元区必须达到的重要标准来约束政府债务风险。1997 年欧盟《稳定与增长公约》同样规定，欧元区各政府财政赤字不得超过当年 GDP 的 3%、公共债务不得超过 GDP 的 60%。2024 年 3 月欧洲议会投票通过《稳定与增长公约》改革法案，在政府赤字规则上保留上述规定。但多个成员国仍在呼吁对欧盟财政规则进行改革，赋予各国更大的灵活性和空间。在实践中，欧盟财政规则很难被严格执行，这也是欧元区难以经受利率上扬带来的差异化主权债务风险压力的原因，次贷危机之后的欧债危机以及现在欧洲主权债务市场分割存在的类似风险，都是统一货币与分散财政金融市场内生的风险。当某些成员国面临财政赤字困难，被迫通过债务市场为财政融资时会提升欧元区金融市场的利率水平，这种利率上升的成本是由整个欧元区成员国共同承担的，这种“搭便车”行为导致债务压力大的成员国具有强烈的融资偏好，致使欧元区整体主权债务风险上升。

本文以 2023 年欧盟成员国财政赤字来说明。依据欧盟的统计，2023 年年底，希腊、意大利、法国、西班牙和比利时的公共债务 /GDP 分别为 161.9%、137.3%、110.6%、107.7% 和 105.2%；而爱沙尼亚、保加利亚、卢森堡、丹麦和立陶宛的公共债

务 /GDP 分别为 19.6%、23.1%、25.7%、29.3% 和 38.3%。在整体上，2023 年年底 13 个成员国的政府债务比率高于国内生产总值的 60%。因此，可以说共同债务总量超过 60% 已常态化，尤其是在遇到大的冲击时，欧盟《稳定与增长公约》的财政规则很容易被突破。当未来不可避免地出现各种不利冲击，欧元区成员国之间的不对称问题也不太可能得到根本性扭转，甚至可能进一步加剧的情况下，欧元的未来走势就取决于处理这种不对称性带来冲击的政治意愿和政治决策（孙杰，2022）。如果缺乏将成员国赤字控制在接近规则确定水平的财政制度，致力于金融稳定以及控通胀的货币政策就难以取得整体的预期效果。

#### (二) 统一的货币政策利率不能很好适应各成员国经济状况

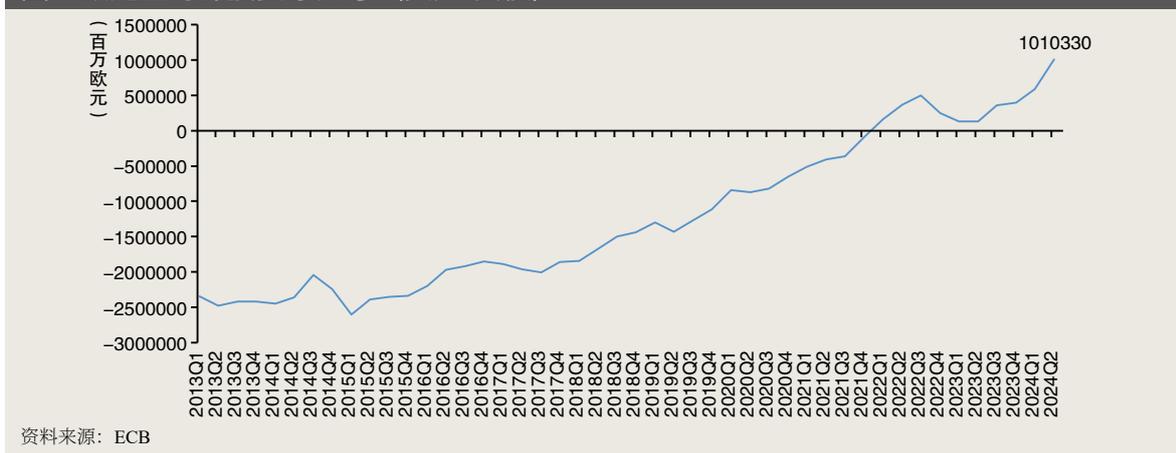
欧元区政治一体化极大推进了经济一体化，但经济一体化不能保证欧元区成员国经济潜在产出增长率的一致性，导致成员国中性利率水平存在差异，由此而来的风险溢价存在显著差异，对货币政策利率调整所致的风险敏感性和承受力也因此不同。依据欧盟统计局关于欧元区实际 GDP 增长率的数据，1999—2023 年欧元区实际 GDP 年均增长率为 1.4%，而希腊、意大利、葡萄牙的实际 GDP 年均增长率分别为 0.67%、0.56%、1.24%。

按照货币政策中性利率的计算公式，政策性利率 = 中性实际利率 + 通胀率，中性实际利率是经济处在充分就业时的实际利率。首先，欧元区各成员国充分就业时经济增长率存在明显不同。其次，欧元区各成员国的通胀率差异也很大。例如，依据欧央行公布的数据，2024 年 8 月，欧元区通胀率同比上涨 2.2%，通胀率最低的立陶宛同比上涨 0.8%，而通胀率最高的比利时同比上涨 4.3%。因此，从经济潜在产出和通胀率决定的政策性利率来看，欧央行单一的政策性利率水平并不能很好满足各成员国经济状态的实际要求。

#### (三) 欧元区缺乏统一的资本大市场，约束了货币政策和资本流动效率

欧央行缺乏美联储在货币政策和金融监管上的

图2 欧元区对外投资净头寸（资产-负债）



集中权。欧元区成员国虽然使用同一货币，但每个成员国保持独立的财政政策，这可能会导致货币政策和财政政策的不协调，影响货币政策效果。欧盟的金融监管体制是由各成员国自主设立监管机构，各国监管机构组成三个行业委员会（银行、证券和保险），再加上由各成员国央行组成的欧央行系统构成；欧央行本身不具备独立的金融监管权力。分散式监管结构导致欧元区资本市场的监管标准、程度和措施方面均不统一，彼此之间协调成本高，监管决策也存在滞后风险。

欧元区没有统一的证券交易委员会和统一的债务工具中央结算系统，而一个有效的欧洲市场监管机构可以提升逐步消除跨境市场合并隐性障碍的能力。监管一体化将需要重建现有的欧洲证券和市场管理局，建立新的治理、新的融资框架，通过提高欧洲资本市场的一体化，促进效率，并提高吸收冲击的能力，增加金融体系的韧性。强大的货币需要强大的资本市场支撑，在相当程度上，欧元区资本市场一体化程度将决定欧元未来在全球的竞争力。

#### （四）欧元国际循环方式改变约束了欧元扩张

作为全球第二大货币，欧元也曾经在相当长时期内享有美元那样的“过度特权”：利用对外投资净头寸在全球赚取投资收益。目前，欧元已经不具备此“过度特权”。欧央行公布 2013 年以来的欧元区对外投资净头寸，在欧债危机后期，2013 年欧

元区对外投资负净头寸达到 2.1 万亿欧元。2013 年美国对外投资负净头寸接近 5.3 万亿美元，此时欧元区对外投资负净头寸大约是美国的 43% 左右。此后，欧元区对外投资负净头寸逐步收敛于零（对外资产和负债完全匹配），并进一步变为正净头寸。依据 ECB（Financial Account）的数据，从 2021 年第四季度开始，欧元区对外投资净头寸开始变为正值，截至 2023 年第四季度，欧元区对外投资净头寸为 5853 亿欧元。因此，从 2021 年年末开始，欧元货币体系不再享有“过度特权”。截至 2024 年第二季度，欧元区对外投资净头寸达到 1.01 万亿欧元（见图 2）。从美国情况看，依据 BEA 的数据，2021 年年底到 2023 年年底，美国对外投资负净头寸的规模大约扩张了 1.6 万亿美元。截至 2024 年第二季度，美国对外投资负净头寸高达 22.5 万亿美元。在一定程度上可以认为，欧元货币体系“过度特权”的消失对应的是美元货币体系“过度特权”的扩张。

欧元“过度特权”的丧失与欧元区经常账户直接相关。欧元区在绝大多数时间里都有相当规模的贸易盈余。IMF（2024）的数据显示，2021 年欧元区贸易盈余达到 4167.7 亿美元。2013 年以来仅在 2022 年出现了近 776 亿美元的贸易逆差。总体上，欧元区是大规模的贸易顺差区域。从开放条件下会计恒等式来看，欧元区经常账户大规模盈余，欧元区储蓄超过投资，欧元区为什么还要从外部借入大量资金，形成大规模的对外投资负净头寸？原因可能比较复杂。第一，欧元区成员经常账户余额存在

巨大差异，有对外贸易的顺差国，如德国、荷兰等，也有对外贸易的逆差国，如希腊、西班牙等。这些逆差国可能需要从外部融资，如果过多融资就存在欧元区总体对外投资负净头寸的情况。第二，顺差国也存在“双顺差”问题，例如德国，也会增加外部债务。第三，欧元区缺乏统一的资本市场，银行和证券市场存在一定的分割，储蓄到投资转化效率不够高，没有足够的资金流入更具价值但潜在风险更大的领域时，外部资金就可能进入，导致外部负债增加。无论如何，在对外贸易整体有相当大贸易顺差的背景下，对外投资净头寸为负值的状态不具备长期可持续性。

从 ECB 提供的经常账户中的初级收入（主要是投资收益）来看，2013 年第四季度欧元区初级收入达到了 710 亿美元。但从 2021 年第四季度开始，欧元区初级收入快速下降，到 2023 年第一季度和第二季度基本为零，2023 年第四季度上升至 281 亿欧元，相比 2013—2021 年差距甚大。这说明欧元区对外投资净负头寸的缩小是投资收益下降所致，这是市场自身调节的结果：负净头寸缩小伴随着净投资收益的下降，市场迫使欧元区在 2021 年年底之后，对外投资净头寸逆转为正值。

欧元区对外投资头寸由负转正，是欧元参与全球资金大循环运行方式的重大变化，意味着欧元不再是全球风险资本家（靠净负债赚钱），不再享有靠净负债赚钱的“过度特权”。欧元区不想当全球风险资本家吗？应该不是不想。本文认为，原因主要有三方面：第一，欧元区优质结构性资产（安全资产，如国债等）不足，使得欧元区难以采用低成本大规模从外部融资，提高了融资成本，降低了欧元区从外部融资再到外部投资赚取净收益的可能性，结构效应弱化。第二，欧元区资本市场存在分割，缺乏统一的债券清算系统，缺乏统一的证券监管体系，银行市场的整合也还在困难推进之中。缺乏统一的资本大市场，使得欧元区难以形成资金流动所要求的规模效应，这削弱了欧元区参与全球资金大循环的能力，也降低了欧元区参与全球资金大循环的效率。第三，整体上，欧元区跨国公司在全球的融资投资能力不及美国的跨国公司。第二和第三两个方面的原因代表欧元投资效应

不够强，不能够长期支持欧元区对外投资负净头寸的状态。

正是由于欧元区在全球化市场主体（跨国公司）、统一资本市场、结构性金融产品（安全资产）以及跨国投资能力上不及美国，欧元作为全球风险资产家的能力在市场竞争中逐步被弱化并丧失。在全球货币体系中，欧元（区）从风险资产家变成了股东（拥有对外投资正净头寸）。如果想要重回全球风险资产家的角色，欧元区在上述三大方面均需要提升足够的全球竞争力。

### （五）地缘政治冲突长期化削弱了欧元区的经济潜力，不利于欧元与美元的竞争

在长期视角下，只有在欧元区经济产出缺口与美国经济产出缺口之差为正且比较大的时候，欧元相对于美元才会强势。这样大缺口差的趋势意味着欧元区经济增长状态好于美国经济增长状态，而欧元区很难长期做到这一点。依据 IMF（2024）的数据，2011 年欧元区和美国产出缺口差达到 5.8 个百分点的峰值，欧元对美元汇率在 2003—2014 年基本维持在 1 欧元兑换 1.2 美元以上。欧洲危机重创了欧元区经济，欧元区和美国产出缺口在 2011 年之后不断缩小。2018 年之后，欧元区与美国产出缺口之差变为负值，欧元对美元汇率逐步下行，1 欧元兑换美元基本维持在 1.0~1.1 之间。与此对应的是欧元区经济相对于美国经济的占比在不断缩小，从 2008 年 96.3% 的峰值下降至 2023 年的 56.8%。

2022 年 2 月 24 日，俄乌冲突爆发。俄乌地缘政治冲突成为欧盟和俄罗斯关系的分水岭，也成为全球地缘政治格局大变化的导火索。依据欧盟网站的数据（EU Sanctions Against Russia），截至 2024 年 6 月 24 日，欧盟对俄罗斯实施了 14 轮制裁，涵盖经济、金融、交通、文化等领域，范围广，力度大，欧洲“去俄化”的决心很大。在 14 轮制裁之后，截至 2024 年 9 月 12 日，欧盟又分别对俄罗斯个人和实体增加了 3 项制裁。

欧洲的能源替代、产业链和供应链的重构都否定了全球化分工的经济成本原则，政治成本最终都会体现在欧盟的经济成本之中。欧洲自身的能源转

型是长期目标，欧洲的能源问题解决不好，欧洲经济很难步入平稳发展轨道，这会显著影响欧洲经济增长前景。

同时，俄乌地缘政治冲突重新激活了北约，欧洲多个国家扩大国防支出预算，欧洲在军事上更加依靠美国，美国作为军工复合体在国际军工市场上赚取大量的钱财，欧洲的军事需求也助力了美国的经济增长。作为世界货币之一，欧元在地缘安全上是脆弱的，这是其难以克服的短板，甚至是致命的短板（周子衡，2023）。欧元区在与美国的经济竞争上，俄乌地缘政治冲突增加了美国的筹码，这不利于欧元区与美国的经济竞争。

## 四、欧元的未来

1970年 Werner 报告提出了欧洲经济共同体（EEC）的货币联盟主张。1973年蒙代尔写下了《欧洲货币计划》，这是欧元诞生前最早的、影响力最大的关于建立欧洲统一货币的计划书，奠定了欧元形成基础（王晋斌，2021）。从理论到现实，欧元货币区花了30年得以诞生，在一定程度上打破了美元的垄断地位。以史为鉴，欧元未来在相当长时间里仍然会是世界第二大货币，欧元货币体系依然是全球重要的国际货币体系之一。欧元是在德、法、意等发达经济体基础上形成的，是带着“光环”出现在世界面前的。欧元是政治一体化超越经济一体化的产物，但欧元区本身存在的诸多重要问题难以解决，欧元或难现往日荣光（毛振华、王晋斌，2022）。不可否认，欧元也是成功的，是人类历史上最大的单一货币区，为欧洲经济一体化增添了新动力，创造了巨大的统一货币所带来的收益，包括对内价格稳定、对外汇率稳定，降低市场交易费用，促进欧元区贸易和投资，提高资源配置效率等。欧央行2021年7月以来多次强调数字欧元，通过发行数字欧元在整个欧元区促进支付创新，从而加强欧洲的战略自主性。数字欧元将对欧洲乃至全球的货币支付体系和金融市场产生巨大影响，数字货币的出现增加了国际货币竞争的维度（钟红、马天娇，2021）。同时，欧元在绿色经济、绿色金融以及数字化转型等领域走在世界前列，促进欧元的进一步

使用，开辟更加广泛的欧元国际化通道，以此支撑欧元的国际货币地位（邓宇，2021）。在政治上，欧元是欧盟团结的象征，提高了欧盟在国际上的地位和话语权。

与欧元辉煌时期相比，欧元的光环褪去不少。未来欧元的发展前景将取决于欧元区能在多大程度上克服政治一体化超越经济一体化所内生的一系列问题，这种内生的缺陷可以用制度设计来减轻，但根除的难度极大，主要包括以下几方面。

第一，货币政策与财政政策的协同效应问题。统一的货币政策与分散的财政政策决定了财政与货币政策的非一致性，决定了宏观政策熨平经济周期的效果会打折扣。《稳定增长公约》中财政规则严格执行会提高货币政策的传递效率，但约束了成员国财政政策的空间和灵活性，这种内生的矛盾很难消除，只能平衡。

第二，统一资本大市场问题。欧央行政策性利率要发挥最佳调控效果必须依赖统一的资本大市场。不论是欧债危机后2012年推出的OMT，还是疫情后2022年推出的TPI，都难以彻底根除欧元区统一货币政策和分散财政政策的内生风险。因为始终存在受援国无法兑现其已承诺的财政紧缩和结构性改革措施时，欧央行中止购债的风险，这会导致欧元区金融市场的分割，弱化货币政策效果。结果还是存在“道德风险”：对于突破欧央行理事会制定的OMT和TPI标准的，其金融市场又出现利率飙升和投机行为，影响到欧元区的统一和稳定时，要么欧央行咬着牙救助，要么提议将其开除出欧元区，而这对于政治一体化高于一切的欧洲来说，是难以想象的。就像希腊等，至今的财政状况还是没有进步，远远突破了欧元区的财政纪律，还是留在了欧元区。

第三，欧元区资本市场效率问题。欧元区各成员国让渡银行、证券监管权力的难度极高。例如，一旦让渡证券发行监管权，成员国经济发展程度差异、公司融资条件差异会加重成员国融资的不平衡性，可能不利于欧元区成员国消除内部发展的不平衡性。

第四，地缘政治关系问题。欧洲与美国的地缘政治关系决定了欧元最多只能做世界第二大货币。



俄乌冲突激活了北约，加重了欧洲对美国的依赖程度，包括军事依赖、能源依赖以及经济依赖，全球地缘政治格局发生了重大改变，这种改变弱化了欧元挑战美元的能力。

总体上，作为政治一体化超越经济一体化的产物，欧元是成功的。欧元作为美元货币体系“挑战者”的身份在未来多年恐难以改变，美元主导、欧元跟随的国际货币体系还要延续多年。

**参考文献：**

[1] 陈卫东、边卫红、熊启跃等. 本币国际化：理论和现实的困局及选择 [J]. 国际金融研究, 2023 (7) : 3-16

[2] 陈卫东. 欧元 25 周年发展回顾及其面临的挑战 [J]. 国际金融, 2024 (8) : 3-6

[3] 邓宇. 欧元再国际化面临的新形势与未来思考 [J]. 银行家, 2021 (10) : 100-103

[4] 耿亚莹、谭小芬. 国际货币体系变革与人民币国际化 [J]. 国际金融, 2023 (8) : 19-30

[5] 毛振华、王晋斌. 欧元或难现往日荣光 [R]. 中国宏观经济论坛 (CMF), 2022

[6] 孙杰等. 欧元的过去和未来 [J]. 中国外汇, 2022 (17) : 22-35

[7] 王晋斌. 欧元之父蒙代尔的理论贡献 [J]. 金融博览, 2021 (5) : 34-35

[8] 钟红、马天娇. 数字欧元的发展前景与挑战 [J]. 中国外汇, 2021 (19) : 34-37

[9] 周子衡. 欧元的进退：从尼克松到普京的 51 年 [J]. 金融博览, 2023 (3) : 40-41

[10] Burban V, De Backer B, Vladu A L. Inflation (de-) Anchoring in the Euro Area [R]. ECB, Working Paper Series, No.2964, 2024

[11] Christine Lagarde. Letter from the ECB President to Mr Eugen Jurzyca [R]. MEP on the Euro, 2022

[12] ECB. The International Role of the Euro [R]. 2021

[13] ECB. The Value of Unity [R]. 25th Anniversary of the Euro, 2024a

[14] ECB. The International Role of the Euro [R]. 2024b

[15] Hobelsberger, K., Christoffer, K., Mongelli, F.P. A Tale of Three Crises: Synergies between ECB Tasks [R]. Occasional Paper Series, No 305, 2022

[16] IMF. World Economy Outlook (WEO) [R]. 2024

(责任编辑：辛本胜)