

# 欧债危机下的欧元国际地位及其前景<sup>\*</sup>

高倩倩 郑建军

**摘 要:**本文首先从短期动态角度分析欧债危机以来欧元的国际货币地位受到的一些冲击,然后运用 LAC 准则从中长期制度视角揭示欧元体系的效率缺陷与欧债危机、欧元国际地位的内在联系。我们发现了欧债危机以来欧元国际地位受到拖累的一些证据,但总体来说这种拖累还相当温和。在利用 LAC 准则考察欧元体系效率时,我们认为欧元体系在失衡调节的充足性、对称性和国际流动性的充分可得性等方面存在缺陷,这些缺陷是导致欧债危机爆发和持续的重要原因,并对欧元中长期国际地位构成强烈制约。

**关键词:**欧债危机; 欧元体系; 欧元

**作者简介:**厦门大学 经济学系 助理教授 厦门 361005

厦门大学 国际经济与贸易系 副教授 厦门 361005

**中图分类号:**F821.6

**文献标识码:**A

**文章编号:**1005-4871(2012)02-0092-12

## 引言

2007 年自美国始的次贷危机的翅膀在欧洲掀起惊涛骇浪,2009 年末之后,欧洲开始深陷主权债务危机的风暴之中,时至近日,尽管多管齐下地予以救助和治理,但市场的担心仍无法消散。那么,欧债危机是否对欧元的国际货币地位形成拖累?决定未来中长期欧元国际货币地位消长的主要因素又是什么?本文尝试回答这些问题。本文首先从三个维度讨论欧债危机以来欧元国际地位的变动,然后运用 LAC 准则对欧元体系的运作效率进行评价,在评价中揭示欧元体系、欧债危机和欧元国际地位的内在联系。

### 一、欧债危机以来欧元国际货币地位的变化

所谓国际货币,就是在国际市场上广泛充当计价单位、交易媒介和储藏手段的

---

<sup>\*</sup> 本文为福建省教育厅重点项目(项目编号:JA11016S)和教育部人文社科基金青年项目(项目编号:08JC790085)的研究成果。

货币<sup>①</sup>。可以从多维角度衡量一国货币的国际化程度,例如在计价单位职能上,可以用其国际贸易中充当计价货币的比例、在国际大宗商品交易中充当标价货币的比重、在国际金融交易中充当标价货币的比例、被官方作为锚货币等指标来衡量;在交易媒介职能上,可以用其在外汇交易中规模大小、国际贸易结算中的使用情况、被官方作为市场干预货币的情况等指标来衡量;在价值储藏职能上,可以用其国际金融资产持有中的比重、官方外汇储备持有的比重等指标来衡量。

一种货币在这些维度上的地位和延展主要取决于该币所属经济体自身的经济实力、金融市场发展程度、财政和货币的稳健性等因素<sup>②</sup>。随着时间推移,一国上述因素发生变化,会影响到该国货币的国际地位。可以说,一种货币国际地位的变动代表了国际市场各种主体对该国经济政治各方面所处状态的确认和信心。当然,由于历史惯性因素,货币国际地位的变化一般是缓慢的、渐进的,短时间难以冀望发生根本性的扭转<sup>③</sup>。但是尽管如此,变化的迹象仍然存在,特别是当该经济体面临持续且规模较大的逆向冲击时,就有可能引起国际投资者和其他主体的激烈反应,他们将重新配置其全球资产组合。这些行为可能从上述一些维度指标中反映出来,影响到该货币的国际地位。正是基于这样的想法,本文试图捕捉欧债危机以来欧元国际地位的变动情况,以便观察到欧债危机是否对欧元的国际货币地位形成拖累。基于数据的可得性,以下我们从欧元在全球外汇储备中的地位、欧元在国际债券市场上的地位和欧元汇率的情况这三个角度来呈现欧债危机以来欧元地位的变动。

#### (一) 欧元在全球外汇储备中的地位变动

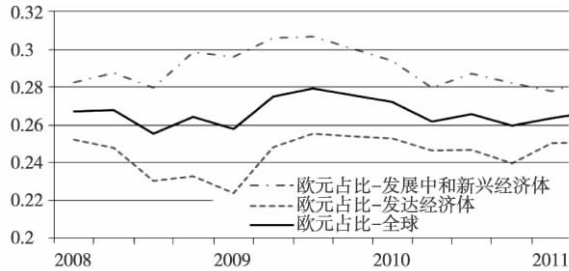
我们以 2009 年第 4 季度欧债危机爆发作为样本研究的分界点,以欧元在官方外汇储备中所占份额作为欧元外储地位的衡量指标,描绘出欧元外储地位在 2008 年第 1 季度到 2011 年第 3 季度的变动情况(图 1)。从中可以发现,自欧债危机爆发以来,欧元在全球外储中的比重的确呈现出下降的态势。事实上,欧元在全球外储中的比重在 2009 年第 3 季度达到欧元问世以来的最高点,接近 28%,然后开始下降,至 2011 年第 3 季度为 25.7%左右,短短两年左右的时间,全球外储中的欧元比重就下降了 2.3 个百分点。而在此之前,欧元的外储地位还处在波动上升的状态。

<sup>①</sup> Philipp Hartmann, *Currency Competition and Foreign Exchange Markets*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1998, pp. 12—14.

<sup>②</sup> Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", *NBER Working Paper Series 7338*, September 1999.

<sup>③</sup> Barry Eichengreen, "The Euro as a Reserve Currency", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 12, No. 4, 1998, pp. 483—506.

图1 欧元在全球外汇储备中的比重



数据来源: IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), Washington, DC, March 30, 2012.

进一步将全球外储中的欧元比重分解为发达经济体和发展中及新兴市场经济体两个部分来观察(图1),可以发现,欧元外储国际地位的变动在这两大地区都呈现下降的态势,但具体表现不尽相同。其中,发达经济体中的欧元外储比重虽然有所下降,但总体还算较为温和;而在发展中及新兴经济体地区,欧元外储比重则存在较为明显的下降。数据显示,欧元外储在发达经济体中的比重在2009年第4季度达到峰值(接近25.4%),到2010年第4季度降至24%,此后虽有所反弹,但在2011年第3季度再次下降,跌至考察期内的最低点23.8%,期间下降离差为1.6个百分点;欧元在发展中及新兴经济体地区中的外储比重在2009年第3季度达到峰值(接近30.7%),此后快速下降,这种势头在2010年第3季度开始减弱为低位徘徊,至2011年第3季度下降到28%,期间下降离差达到2.7个百分点。

### (二) 欧元在国际债券市场中的地位变动

狭义的国际债券指的是非居民在国际市场上发行的债券;广义的国际债券则还包含居民在国际市场上发行的债券<sup>①</sup>。一种货币在国际债券市场中的地位可以用该币面值国际债券的规模作为衡量指标。

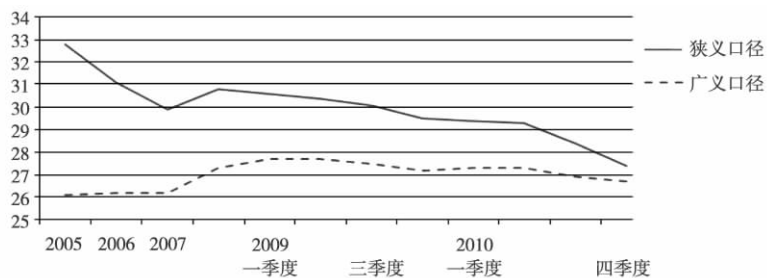
欧元启动后,其国际债券市场中的地位处于上升趋势,以广义口径来衡量,欧元面值国际债券所占比重1999年为25%,此后稳中趋升,到2009年上半年达到27.7%左右;以狭义口径来衡量,欧元面值国际债券表现更为突出,所占比重从1999年的24.2%提高到2005年的32.8%,6年间提高了8.6个百分点,但此后有所回落,至2009年上半年该比重基本稳定在30%以上水平。

欧债危机爆发以来,两种衡量口径的欧元地位出现了不同程度的下降(图2)。其中广义口径衡量的比重至2010年末下降到26.7%,和危机前水平比较,应该说虽然处于下降方向,但幅度非常轻微,态势不是非常明显;狭义口径衡量的比重下

<sup>①</sup> ECB, *The International Role of the Euro*, Frankfurt, 2011, pp. 15-17.

降到 27.4%，和危机前水平比较，下降幅度达到 2.7 个百分点左右，较广义口径显示出更加明显的下降趋势。

图 2 欧元在国际债券市场的地位



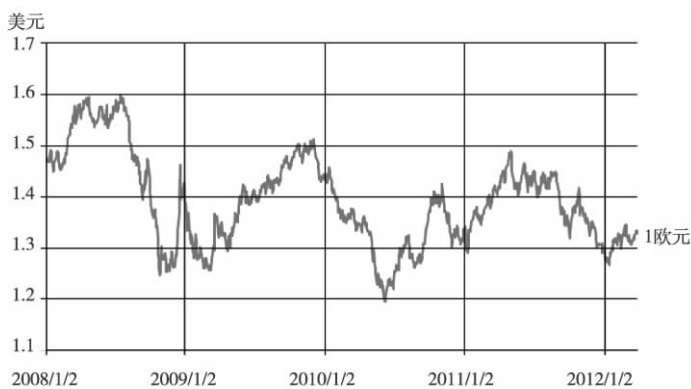
数据来源:ECB, *The International Role of the Euro*, Frankfurt, 2011.

### (三) 欧元汇率的变动

外储地位、国际债券地位指标对局势变化虽然也有一定的敏感性,但因其受惯性因素的较强影响,短期内可能无法观察到明显的变化。汇率变量尽管不是衡量一国货币国际地位的直接指标,但其对局势变化具有更强、更快的敏感度,且汇率走势一定程度上还是反映了国际投资者对该币的信心,所以本文也从这个维度间接探测欧债危机以来的欧元地位变化。

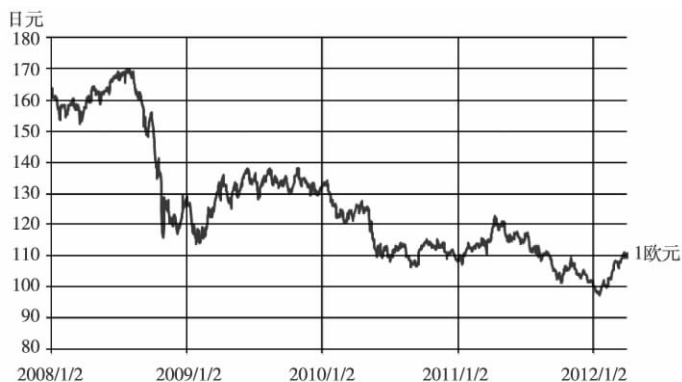
图 3 和图 4 描绘了 2008 年以来欧元对美元、欧元对日元名义汇率变动情况,可以看到自欧债危机爆发以来,欧元对美元的汇率呈现出阶段性下挫,但并未显示明显的贬值趋势。欧元对日元的汇率虽然呈现较为明显的贬值,但是这种态势在危机前就已存在,所以并没有明确的证据判定欧债危机对欧元汇率存在趋势性影

图 3 欧元对美元汇率变动



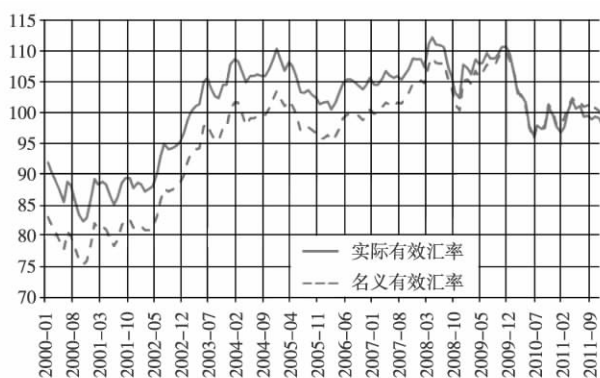
数据来源: Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/exchange\\_rates/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/exchange_rates/data/database), 访问日期:2012-05-10.

图4 欧元对日元汇率变动



数据来源: Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/exchange\\_rates/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/exchange_rates/data/database), 访问日期:2012-05-10.

图5 欧元名义和实际有效汇率变动



数据来源: BIS, Effective Exchange Rate Indices, <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>, 访问日期:2012-05-10.

响。名义汇率的这种行为路径在很大程度上也是可以理解的,由于欧债危机迄今也是起起伏伏,并没有全线崩盘,所以欧元汇率自然也会起起伏伏,但并不会一落千丈,如果这样的话,那欧元区现在就不仅仅是债务危机,还是货币危机了。

从多边汇率角度观察欧元汇率走势又会如何呢?图5显示,欧债危机以来欧元汇率确实出现了较为明显的下跌态势。对危机前后进行对比就很容易看到,在危机前,欧元的名义有效汇率(NEER)和实际有效汇率(REER)均处于上升通道;而在危机爆发后,这两个指标都呈现出较为明显的下挫,尤其是在2009年12月至2010年6月间,名义和实际有效汇率指数都从110左右急跌至96左右,此后虽有所恢复,但2011年年中后又开始下跌,同时这段期间波动也较为剧烈。

由于此处有较为充足的数据,我们对1999年1月至2010年2月间的欧元NEER进行了计量分析(用REER结果类似),以进一步探测欧债危机对欧元多边汇率变化率的量化影响。经过模型试验和比较,ARMA(1,2)模型结构在各方面都展现了较好性质,同时以2009年12月作为虚拟变量,回归结果显示(表1),欧债危机的确对欧元NEER具有负向影响且是统计显著的,但量级上不太大,系数值仅为-0.0074左右。

表1 欧元NEER的ARMA(1,2)回归结果

变量	系数	标准差	t 统计量	P 值
C	0.002736	0.000526	5.202954	0.0000
D2009	-0.007356	0.002154	-3.414099	0.0008
AR(1)	0.903729	0.035582	25.39828	0.0000
MA(1)	-0.636324	0.080426	-7.911891	0.0000
MA(2)	-0.348139	0.078708	-4.423197	0.0000

以上我们从三个维度对欧债危机爆发以来欧元国际地位的变动进行了分析。结果发现,确实存在欧债危机拖累欧元国际地位的证据,这主要体现在三个方面:欧元在发展中及新兴经济体中官方外汇储备中的比重有较明显下降;以狭义口径衡量的欧元国际债券地位有较明显下降;欧债危机导致欧元多边汇率显著下挫。但是这种拖累总体来说还是温和的,这和国际货币地位决定中的惯性作用、欧债危机的各方救援、当前国际货币的可选择度有限等因素都有很大关系。站在欧债危机角度考虑,显然,欧元国际地位的未来发展方向取决于联盟对债务危机的解决进度和程度。而在做更进一步的思考后,我们认为,债务危机的解决、欧元国际地位在中长期的决定,其实都和欧元体系这一变量有很大关系。

## 二、欧元体系效率与欧债危机

和国际货币体系(IMS)一样,欧元体系也是一些主权国家间的关于汇率制度、储备货币及其相应组织结构的一套有约束力的安排。所以,可以将欧元体系视为一个区域性的国际货币体系。在欧元区中,共享同一种货币(货币联盟),相当于各成员国之间实行的是一种永久性的固定汇率制度安排。为此,各成员国放弃各自的货币政策决策权,统一交付给欧洲中央银行这样一个机构来负责。事实上,欧元体系的探索和经验对于当今国际货币体系模式的改革也是很有意义的<sup>①</sup>。

因此,我们可以借用国际货币体系的效率评价方法来评价欧元体系的效率。

<sup>①</sup> 张向军:《后危机时代国际货币体系改革的前景:欧元的经验和启示》,载《国际金融研究》,2010年第7期,第43-49页。

一般地,可以从三个方面评价国际货币体系的效率<sup>①</sup>:储备货币(国际流动性)的充足性(Liquidity)、国际收支失衡调节的有效性和对称性(Adjustments)、储备货币价值的可信性(Credibility),简称LAC准则。例如,著名的特里芬难题说的就是美元作为储备货币,其充足性和价值可信性(稳定性)之间的内在矛盾<sup>②</sup>。在对欧元体系的运作实践应用LAC准则进行评价后,我们发现欧元体系存在以下三个方面的缺陷。这些缺陷和当前欧债危机存在内在联系,并对欧元中长期国际地位构成重要制约。

### (一)区内失衡调节工具的非充足性

由于欧元区实现了统一货币和永久性固定汇率,因此,货币政策和汇率已经无法充当成员国间面对不对称冲击的调节工具。这样,在面对不利冲击时,成员国只能用其他方式来扭转失衡。最优货币区理论对此已经有很多论述。蒙代尔强调以要素的国际流动来弥补汇率稳定工具的缺位。促使劳动力和资本从需求低迷地区向需求旺盛地区转移,可以消除不对称冲击带来的工资和就业的地区差异<sup>③</sup>。凯能(Peter B. Kenen)强调财政一体化和财政转移,他认为应建立超国家的财政转移支付来应对不对称冲击带来的地区不平衡效应<sup>④</sup>。英格拉姆(James C. Ingram)强调加强国际金融一体化,加大成员国居民相互持有金融资产的数量,实现金融资产的跨国组合。这样,一国负面冲击带来的本国居民收入水平的降低,可以通过其在美国的资产收益得到补偿,从而平滑各个国家居民的财富和收入水平,增强对不对称冲击的抗震力<sup>⑤</sup>。此外,灵活的价格和工资调整对于应对不对称冲击也非常重要<sup>⑥</sup>。因为灵活的价格和工资机制可以实现名义汇率固定下实际汇率的变动,改变其产品的国际竞争力并扭转失衡。例如,当一国逆差,那么,其工资和价格应当下调,这样,其产品将实际贬值从而刺激净出口。

① Dennis R. Appleyard/Alfred J. Field, *International Economics*, 4th edition, The McGraw-Hill Company, Inc., 2001.

② Robert Triffin, "The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives", *Princeton Studies in International Finance*, No. 12, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1964.

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

④ Peter B. Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Robert A. Mundell/Alexander K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of The International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 1969, pp. 41-60.

⑤ James C. Ingram, "A Proposal for Financial Integration in the Atlantic Community", *Joint Economic Committee print*, Nov., 1962.

⑥ Masakiro Kawai, "Optimum Currency Areas", in Steven N. Durlauf/Lawrence E. Blume (eds.), *The New Plagiarist: A Dictionary of Economics*, New York: Stockton Press, 1987.

然而,在欧元区,以上替代性失衡调节机制并未得到充分运作。例如,从要素的流动性看,尽管早在1993年欧洲大市场就宣布建立,但由于文化、语言、意识形态等天然障碍,区内的劳动力流动并不通畅。从价格工资调整机制看,欧元区仍然存在较为明显的结构性刚性,特别是价格和工资的向下刚性<sup>①</sup>。而在财政一体化方面,欧洲共同预算收入目前仅占欧盟国内生产总值的1%左右,且预算支出主要用于共同农业和结构性支出,无法承担起稳定冲击的作用。

由于这些替代性失衡调节工具的缺位,欧元区内部的贸易失衡问题在欧元问世之后呈现加剧的态势。习惯上把欧元区划分为两个区域:北部欧洲(如德国、芬兰、奥地利和荷兰)和南部欧洲(如希腊、爱尔兰、西班牙和葡萄牙)<sup>②</sup>。在贸易问题上,北部欧洲处于顺差地位,南部欧洲处于逆差地位。1999年以前南部欧洲国家的逆差占国内生产总值比重仅有0.7%,北部欧洲的顺差占国内生产总值比重也只有0.9%。而到2007年,北部欧洲的经常项目顺差占国内生产总值比重超过7%;南部欧洲的经常项目逆差占国内生产总值比重则接近10%。这种失衡加剧的情况不能不说和欧元体系中调节工具的严重缺位有关。由于缺乏必要的调节手段,使得成员国间的竞争力差异长期难以得到有效的消除,从而加剧成员国之间的贸易失衡状态<sup>③</sup>。这种南北贸易失衡又进一步转化为南北债务失衡,导致南部的债务比率持续上升,最终演变成一场债务危机。从另一个角度看,也正是因为成员国缺乏充足有效的调节工具,因此,客观上对财政政策形成更大的压力,促使他们不得不更多借助财政政策来应对冲击,这样的政策偏向、成员国固有的结构刚性和联盟财政纪律约束等诸多因素叠加在一起,导致成员国顺周期型的财政政策立场<sup>④</sup>,成员国财政赤字问题一直无法得到实质性扭转,久病成痼疾,债务持续累积并最终恶化为一场危机。

## (二)区内失衡调节的非对称性

从原则上说,国际收支失衡既是逆差国的问题,也是顺差国的问题。因此,失衡的调节应该是双向对称的。双向对称的调节行为可以减轻单边调整带来的对调整国的巨额经济成本(如高度经济紧缩和高失业),促进失衡以更平滑和有效的方式实现扭转。

<sup>①</sup> Filippo Altissimo/Michael Ehrmann/Frank Smets, "Inflation Persistence and Price-Setting Behaviour in the euro area: A Summary of IPN Evidence", *ECB Occasional Paper 46*, Frankfurt am Main: European Central Bank, 2006.

<sup>②</sup> 许兵、梁峰康:《欧元区内部失衡与竞争力调整》,载《中国金融》,2011年第4期,第81—82页。

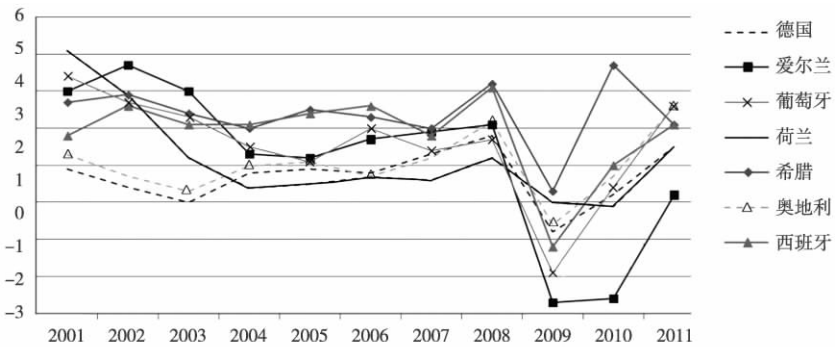
<sup>③</sup> Oliver J. Blanchard, "Adjusting to the Euro. The Difficult Case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*, Springer, Vol. 6(1), 2007, pp. 1—21.

<sup>④</sup> Marco Buti/Jürgen von Hagen/Carlos Martínez-Mongay (eds.), *The Behavior of Fiscal Authorities: Stabilization, Growth, and Institutions*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2002.



从支出转换角度看,若调节是双向对称的,则要求顺差国实际汇率升值,逆差国实际汇率贬值。由于欧元区内名义汇率是相同的,因此,只需要比较顺差国和逆差国的通胀率就可看出失衡调节的幅度和对称性。若我们观察到顺差国的通胀率高于逆差国的通胀率,则表明顺差国相对于逆差国出现了实际升值,或逆差国相对于顺差国出现实际贬值,这将有利于再平衡的实现。从欧元区实践看(图6),2001年至2008年间,北部欧洲的通胀率普遍低于南部欧洲,这种状况到了2009年才稍有改变,债务危机和伴随的经济衰退使得西班牙、葡萄牙和爱尔兰的通胀率急剧下降,但其后除爱尔兰外又迅速反弹。至于希腊,其通胀率一直就维持在较高水平。这幅图景显示,欧元区内的贸易失衡状况不仅没有通过实际汇率变量得到缓解,反而是在加剧。

图6 欧元区通胀率的南北差异(2001—2011年)



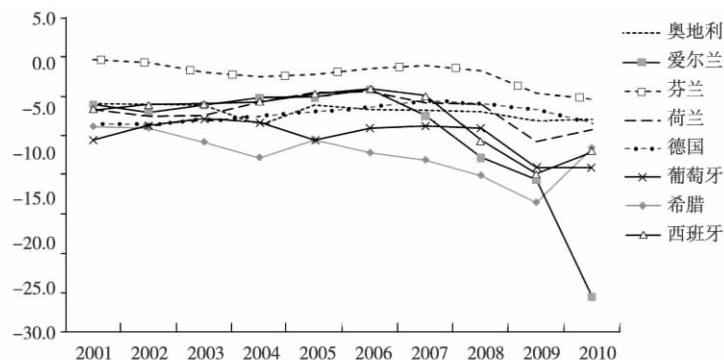
数据来源:ECB, <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018803>, 访问日期:2012-05-10.

从支出增减角度看,若调节是双向对称的,则要求顺差国财政扩张,逆差国财政紧缩。财政扩张可以减少本国净出口(贸易顺差)<sup>①</sup>,财政紧缩的作用则相反。实证上,可以用结构性预算余额指标来衡量一国财政政策立场。结构性预算余额也叫经周期调整的预算余额,因为扣除了周期因素对财政余额的影响,因此能更准确地反映一国财政扩张和收缩立场。从欧元区实践看(图7),北部欧洲的芬兰一直维持较高的结构性预算盈余状态,其财政立场是紧缩的,德国、奥地利和荷兰都采取了温和的财政扩张立场。南部欧洲的西班牙和爱尔兰在2007年前的财政立场还是温和和偏紧的,但此后受到金融危机的影响,财政急剧扩张;葡萄牙和希腊则一直都是明显的扩张财政立场。这一图景显示,在欧元区内南北贸易失衡的局面下,南部部分成员国的财政立场有助于缓解其贸易失衡,但金融危机打断了这一行

① 财政政策立场和贸易余额的关系可以用孪生赤字这一概念概括,它反映财政赤字和贸易赤字之间的密切关系。

为；而另外一些成员国则没有显示出缓解其贸易失衡的努力。

图7 欧元区财政政策立场的南北差异(2001—2010年)



数据来源:OECD, Economic Outlook 90 database, <http://www.oecd.org/dataoecd/2/55/49112261.pdf>, 访问日期:2012-05-10.

以上两个角度的分析表明,欧元区南北贸易失衡的局面并未得到双向对称调节。在很多时候,情况恰恰相反,相关成员国并未显示出失衡调节的政策意愿,这使得欧元区内部的失衡进一步巩固和强化。

### (三) 国际流动性的非充分可得性

在后布雷顿森林体系时代,国际流动性的主要形态是外汇储备。外汇储备不仅仅包括美元、欧元、日元、英镑等国际货币本身,还包括以这些货币标价的主要金融资产,如政府债券、银行存款、股权等。国际流动性的充分可得性对一国进行国际交易和借贷活动、防范金融风险具有重要作用。但同时,国际流动性本身价值的稳定性也很重要。它和国际流动性的充足性构成一对永恒的矛盾。

对欧元区来说,由于货币政策已经统一到欧洲中央银行手里,而欧洲中央银行秉承着德国中央银行的传统,以反通胀为最重要政策目标,因此欧元启动以来在对内价值方面表现相当稳定<sup>①</sup>。同时,欧元本身就具有国际流动性,因此不像非储备货币国那样,有更强烈的积累国际流动性的意愿。但这并不意味着欧元区就不需要国际流动性。当成员国遭受大规模的流动性冲击时(如当前欧债危机所见),它们需要大规模的国际流动性提供,这时欧元体系在这个方面的问题就暴露出来。

首先,在联盟设立之初,为了从法律上杜绝成员国不负责任的财政政策对货币政策和其他成员国的可能压力,《马斯特里赫特条约》第104条规定了“不救援条款”,禁止欧洲中央银行和成员国中央银行向成员国或者共同体的公共部门机构提

<sup>①</sup> 郑建军、高倩倩:《欧洲中央银行货币政策绩效评价》,载《国际金融研究》,2006年第10期,第42—48页。

供透支或类似透支的贷款;禁止欧洲中央银行和成员国中央银行直接在一级市场上购买政府发行的债券;禁止共同体机构和其他成员国为任何一个成员国的债务承担责任。的确,这一条款对于防范成员国道德风险行为构成一道防火墙。可是,当真的发生重大流动性冲击时,这一条款就置欧洲中央银行于矛盾的夹缝之中。不救援,虽符合法律要求,但成员国危机得不到及时解救,联盟可能分裂;救援,可以为成员国提供必要的流动性支持,从而缓解危机,但不合法。正是在这种矛盾之中,欧洲中央银行错失了危机最初的救援时刻,在某种意义上成为推动危机深化之手。这种情况直到2010年5月才开始改变,当时欧洲中央银行史无前例地推出四项危机应对措施:干预私人 and 公共债务市场、进行固定利率三个月期流动性操作、启动六个月期流动性操作、全额重新启动与美联储的外汇互换安排。但是,只要联盟法律不改变,欧洲中央银行的这种作用就只能是临时性的、应急性的。

其次,欧元区缺乏一个外汇储备库性质的制度安排。在欧洲中央银行缺位的情况下,若欧元区存在一个类似外汇储备库的安排,则也可以在成员国出现流动性匮乏的时期给予必要支持。但欧元区之前并未有如此的设计。直到2010年5月,才建立起欧洲金融稳定机制(EFSM),设立欧洲金融稳定基金(EFSF)。当欧元区成员国出现金融困境或者重组银行需要贷款的时候,欧洲金融稳定机制可以在德国债务管理局的支持下通过发行债券或其他融资工具来提高贷款支持基金,同时也可以以此来购买主权债务。债务信用将由欧元区成员国根据各自在欧洲央行的已存资金比例,按比例担保。但欧洲金融稳定基金是一个临时性安排。目前联盟正在将此临时机制转换为一个永久性的欧洲稳定机制(ESM)。这有助于弥补欧元体系在国际流动性提供方面的制度缺陷。

再次,依靠联盟内部多边谈判来获取国际流动性的方式效率低下、决策迟缓。由于欧盟的集体决策机制,各国基于本国利益提出各项应对措施,繁冗的决策程序、不可避免的讨价还价带来了巨大的决策成本,并且无法在最短的时间内达成有效的应对策略<sup>①</sup>。在债务危机爆发之初,欧盟内部就是否救助希腊和采取什么方式救助争论不休,未能在危机爆发初期稳定市场信心,最终在希腊政府无力收拾残局的时不得不伸出援救之手。从这些事件中不难看出,依靠成员国之间多边谈判方式难以满足相关成员国及时充分获得国际流动性的需求。

最后,在缺乏常设性充足的国际流动性支持机制之下,欧元区也缺乏一个统一的规模庞大的银行和金融市场,从而使成员国获得国际流动性的市场渠道也极为狭窄。莱恩(Phillips Lane)和米莱斯-费瑞提(Gian Maria Milesi-Ferretti)的研究

<sup>①</sup> 姜艳霞:《从欧洲债务危机看欧元区的制度困境》,载《当代经济管理》,2010年第11期,第71-73页。

认为<sup>①</sup>，美元国际地位的获得和维持和美国发达的金融市场和金融中介很有关系。它们发行对国际资产持有者有吸引力的债务，然后投资于更有风险的资产。在此过程中，美国银行业部门发挥了流动性创造和期限转换功能。反观欧元区，则尚未实现区内一体化的金融市场和监管体制。这极大地限制了成员国国际流动性的获得途径和手段。当前热议的创设欧元债券的提议可以视为是沿着这个方向的一个改变。

本文运用 LAC 准则对欧元体系的运行效率进行了评价，可以看到，欧元体系主要存在三个方面的制度缺陷，这些缺陷与当前欧债危机有着直接联系，并且显然将影响到这场债务危机能否得到根本性的解决，无论是从直接意义还是间接意义角度，一个低效率的货币体系都将对欧元国际地位的未来发展构成强烈制约。

### 三、结论

本文首先从短期动态角度分析了欧债危机以来欧元的国际货币地位受到的一些冲击，然后从中长期制度视角揭示欧元体系的效率缺陷与欧债危机、欧元国际地位的内在联系。我们发现了欧债危机以来欧元国际地位受到拖累的一些证据，但总体来说这种拖累还相当温和。在利用 LAC 准则考察欧元体系效率时，我们认为欧元体系在失衡调节的充足性、对称性和国际流动性的充分可得性等方面存在缺陷，这些缺陷构成导致欧债危机爆发和持续的重要原因，并对欧元国际地位构成强烈制约。

从分析中得到的政策含义是明显的，要真正走出债务危机的阴影、避免债务危机对欧元国际地位形成长期拖累、在中长期巩固和提升欧元国际地位，无论哪项任务，都避不开提升欧元体系运作效率这一政策主轴。联盟必须围绕区内失衡调节的充足性、对称性和国际流动性的充分可得性等方面进行制度改革和政策创新。我们已经看到联盟确实取得了一些进展，比如欧洲稳定机制的创建，但这一机制主要着眼于提高国际流动性的充分可得性，而在失衡调节的充足性、对称性方面，联盟还没有取得任何实质性进展，这将继续考验欧元区的智慧。此外，在当前国际货币体系改革和人民币走向国际化的背景下，如何从欧元体系的制度设计和运行效率中吸取经验教训，本文的分析可以为此提供参考。

责任编辑：郑春荣

---

<sup>①</sup> Phillips Lane/Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities", *IMF Working Paper* WP06/09, 2009.

**Zuder Entwicklung der aufstrebenden Industriebranchen  
und ihren Einflussfaktoren am Beispiel der Herstellung  
von Windkraftgeneratoren  
Chen Yantai/Shi Shiwei**

In diesem Aufsatz werden die relevanten Einflussfaktoren für die Entwicklung der aufstrebenden Industriebranchen in Deutschland am Beispiel der Herstellung von Windkraftgeneratoren analysiert. Nach der Auffassung der Autoren sind die Erfolgsfaktoren für diese Branche in vier Punkten zusammenzufassen: 1 ) permanenter Ressourceneinsatz für technische Innovation; 2 ) Ausarbeitung und Verabschiedung vom für die Entwicklung dieser Branche notwendigen Gesetzssystem und dessen dynamische Novellierung; 3 ) gleichzeitige Betonung der „Förderung“ von Marktnachfragen und „Regulierung“ der Branche durch die Regierung im Zuge der Branchenentwicklung; 4 ) Förderung der zwischenbetrieblichen Netzwerke in der Branche durch die Regierung.

**Internationale Stellung des Euro in der europäischen Schuldenkrise  
und seine Aussichten  
Gao Qianqian/Zheng Jianjun**

Der vorliegende Artikel analysiert zunächst aus einer kurzfristigen dynamischen Perspektive den Einfluss der europäischen Schuldenkrise auf die internationale Stellung des Euro und dann aus der mittel- und langfristigen institutionellen Perspektive mit Hilfe der LAC-Kriterien den internen Zusammenhang zwischen den Effizienzdefiziten des Eurosystems und der Schuldenkrise bzw. der internationalen Stellung des Euro. Die Autoren haben etliche Beweise dafür erbracht, dass die internationale Stellung des Euro seit der europäischen Schuldenkrise belastet wird, was im Großen und Ganzen jedoch noch relativ mild ausfällt. Bei der Untersuchung der Effizienz des Eurosystems mit Hilfe der LAC-Kriterien sind die Autoren der Auffassung, dass das Eurosystem bei der hinreichenden symmetrischen Anpassung des Ungleichgewichts und bei der hinreichenden Verfügbarkeit der internationalen Liquidität noch Defizite aufweist, welche die wichtigen Ursachen für den Ausbruch sowie die Fortsetzung der Schuldenkrise bilden und der internationalen Stellung des Euro mittel- und langfristige Grenzen setzen.