

欧元压力测试

那些试图放弃欧元的国家正面临重重阻碍

Barry Eichengreen

如果眼下的信用危机是这80年来世界经济遭遇的最严重的经济冲击，那么它也肯定是欧元区成立10年以来面临的最严峻的考验。而这正是早期对欧元持怀疑态度的人所警告的，同时也是最优货币区理论着重指出的“非对称冲击”。

尽管现在住房价格在欧元区普遍下跌，但其中某些国家的降幅要比另一些国家更显著（见图1）。尽管危机意味着整个欧元区的银行都蒙受巨大损失（通常来自那些与住房有关的相同的投资），但某些国家所遭受的损失要比其他国家更严重。危机导致整个欧元区的失业上升，但相较其他国家，某些国家的失业率更高。其结果是，某些欧元区国家遭遇比其他国家更高的（实际或潜在的）通缩压力。一些欧元区国家同样受到更大的公共财政压力，各国主权债券和与之相关的信用违约互换的利差的扩大印证了这一点（见图2）。

在这种情况下，不同的欧元区国家大概会偏好于不同的货币政策回应。但欧元区成员国必须接受一刀切的政策，这是货币联盟的内在属性决定的。这种紧张关系已激发起人们重新开始1999年之前的争论，即组建欧洲货币联盟是否是个好主意？而这也引发了人们讨论和思索一个或多个欧元区国家或许会在当下选择放弃欧元的可能性。本文权衡了这种举动的影响，发现尽管其存在风险、代价高昂且难于处理，但这种变化并非不可能出现。

面临诱惑

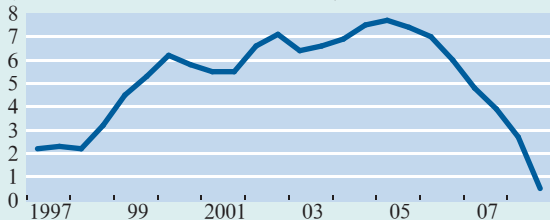
2008年4月以来，在线预测市场Intrade提供了一份交易合同：截至2010年12月31日，如果有任何一个

图1

错误的邻居

尽管现在住房价格在欧元区普遍下跌，但其中某些国家的降幅比另一些国家要显著。

(欧元区住宅房地产价格，年百分比变化)



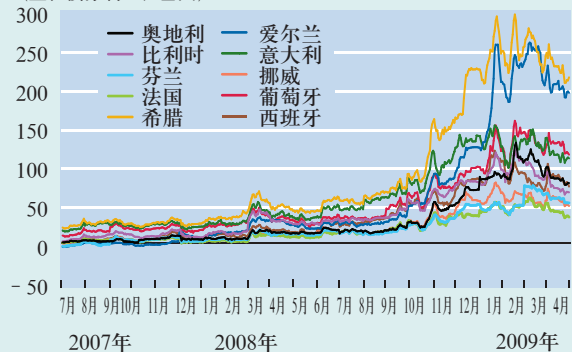
资料来源：欧洲中央银行基于半年期国家数据的计算。
注：欧元区住宅房地产价格合计数是通过覆盖90%以上的欧元区的整个时期GDP国家序列计算的。

图2

压力点

一些欧元区国家主权债券利差的扩大反映出其公共财政压力的增加。

(主权债券利差，基点)



资料来源：Datastream，以及IMF工作人员的计算。

注：利差的计算以德国10年期债券为基准。

欧元区国家宣布打算放弃欧元，该合同就产生回报。到2009年4月中旬，该合同的定价显示在某一公认的交易冷清的市场中，该事件发生的可能性为20%（见图3）。

毋庸置疑，这种诱惑是存在的。这些国内需求降至冰点的国家的决策者可能会设想，如果他们还拥有本国货币，他们或许会令其贬值，甚至积极推动其贬值，以刺激出口。那些极度担心其政府债券拍卖失败的决策者可能会想象，如果他们仍然拥有独立自主的国家中央银行，他们会令其成为主权债券的最后购买人。

不过所有这些关于企图恢复本国货币的论点都有相应的反驳意见。虽然各国能从货币贬值中获得暂时性的竞争力，但包括经济和政治在内的许多代价将会是永久性的。除此以外，货币贬值会加剧欧盟的紧张局势。我们有理由相信，贬值发起国的欧盟伙伴国可能会认为，前者出口的不仅仅是商品，还有该国所面临的问题。我们只需看看欧元区国家在英镑对欧元贬值时的反应，便不难想见一旦获得了关于此种危险的证据，这些欧盟伙伴国会对贬值发起国采取怎样的针对性措施。推而广之，货币的低迷（就像所有其他不利因素那样）给政府施加了压力，迫使其支持处于困境中的国内生产者，给予后者贷款减免和其他补贴。这样一来，这就威胁到了欧洲在经济上所取得的非凡成就，即建立一个真正的单一市场，来自不同欧盟国家的生产商在此公平竞争。关于货币操纵和竞争性贬值的诸多抱怨将置此成就于危险境地之中。

条约义务

除此以外，单方面放弃欧元以“窃取”竞争优势的国家将危及其作为拥有良好信誉的欧盟成员国的地位。在欧盟商讨政策时，这些国家将不受欢迎。里斯

本条约（不可否认，此条约还尚待批准）中包含的条款之一是各国可以令人信服地退出欧盟，但其中并无关于退出欧元体系的条款。这意味着为了退出欧元体系，各国必须同时退出欧盟，从而废止其作为成员国的一系列条约义务。原则上这没有例外，但鉴于欧洲人对其联盟的高度评价，各国不会对其成员国地位掉以轻心。

我们也很难断言，重新使用本国货币真的能令欧元区政府更容易地管理其财政状况。Hallerberg和Wolff（2006年）指出，那些未加入欧元区的欧洲国家，其主权债券利差（10年期政府债券利率相对于德国相应利率的差额）、预算赤字，以及公共债务对GDP的比率上升得更快。Eichengreen（2007年）进一步指出，欧元区以外国家的主权信用等级具有更高的

“脱离先前存在的货币联盟的主要例子集中于那些贸易和资金流动相对封闭的国家。”

敏感性。显而易见，投资者和评级机构宣称，在欧元区财政政策的实施受到《稳定与增长公约》相互监督和制裁的情况下，他们能更轻松的作出决策。事实上，欧洲中央银行（ECB）和典型的国家央行不同，前者在非救助规则下运作，即被禁止从各国政府那里直接购买债券。

因此，即使短期内债务和赤字上升，投资者还是有理由相信这一趋势将不被允许持续下去。利差因此也不太可能填平。遭受危机的政府如果重新使用本国货币并将国家央行脱离欧洲中央银行体系和ECB，从而使其在短期内更方便地为本国赤字融资，这将令市场融资的代价更加高昂。

在决策者的权衡中，首位的考虑事项（更短期的灵活性）是否将支配第二位的（更高昂的长期的成本），目前还非常不明朗。最近的一些评论已经指出，如果欧元区的重债国家发现它们被迫拖欠债务（作为危机的结果），这时它们有可能脱离欧元区，以使政府获得融资渠道。但是，政府的目标不仅仅是为其眼下的支出融资，还包括实现财政关系的正常化，以及重塑其良好的信用。这样，结论就并不遵循先前的推断。放弃欧元只能是饮鸩止渴。

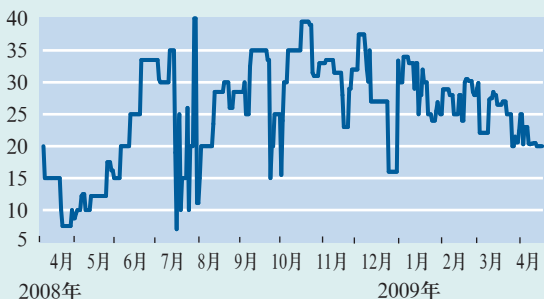
而且哪怕撇开这一切不谈，即使退出欧元区的诱惑依然存在，各国也几乎无法克服其中的技术壁垒。议会或国会将直接通过法案，规定今后该国和其他雇主将使用新的国家货币向工人和养老金领取者提供支付。但由于工资和其他收入重新以本国货币计价，居

图3

存在可能性

一项在线市场预测表明欧元区国家在2010年底退出统一货币的概率是20%。

（合同价格，按点计算）



资料来源：www.intrade.com。

民的抵押贷款和信用卡债务同样也需要重新以本国货币计价，因此货币贬值将会对家庭产生负面的资产负债表效应，导致财务困境和破产。

但随着抵押贷款和其他银行资产重新计价，银行存款和其他银行资产负债表项目也就必须重新计价，以避免造成对金融部门的破坏。随着政府收益以本国货币计值，不仅是公共部门的工资和养老金，其他政府负债（尤其是公共债务）也应由本国货币计值，以防止资产负债表效应损害政府的金融头寸。

违约行为

从技术上讲，我们无法阻止一国的立法机构通过法案，要求该国的银行、企业、家庭和政府以这种方式更换其合同的货币单位。国内投资者受制于本国法律，后者可由国内的有关当局修订，但外国投资者的债权则是个单独的问题。“合同的连续性”规定意味着外国人可以继续要求以欧元支付，而他们可能要求强制执行其债权。由于单方面更换公共债务货币单位在技术上是一种违约行为，因此即使脱离欧元区也无法避免债务违约。如果政府一意孤行并且要求更换货币单位，那么其进入国际金融市场的能力将在不同程度上受到削减。如果政府不要求更换货币单位，本国货币对欧元的贬值将导致本国货币计值的外债上升，从而严重损害公共部门资产负债表。

在民主社会中，无论决定采取这两种方式中的哪一种，都需经过讨论。议会将对此进行审议。与此同时，市场参与者将意识到政府正考虑重新引入国家货币，从而该货币有对欧元贬值的可能。毫无疑问这些参与者将采取对策。由于预计国内存款将以本地货币重新计值，而随后该货币欧元将贬值，那么市场参与者将会把存款转移到其他欧元区银行。

系统性的银行挤兑肯定会接踵而至。投资者一旦预计该国货币单位将被更换，就会把对该国政府债券转换为对其他政府的债权，从而导致债券市场危机。如果诱因是国会议员间关于是否放弃欧元的辩论，ECB将不可能提供最后贷款人援助（lender-of-last-resort assistance）。而如果政府的财政状况羸弱，那么它将无力借款以救助银行并赎回其债务。

正如我在别处探讨的那样，这将是所有金融危机的源头。哪个投资于自己生存的明智的政府会愿意招致这种危险呢？又有哪个负责任的政府会审议这种可能性呢？

坦率地说，脱离先前存在的货币联盟的主要例子集中于那些贸易和资金流动相对封闭的国家，这些国家的银行和金融体系欠发达或监管严格，所以在进行

审议和筹备工作时，资本外逃的规模有限。捷克和斯洛伐克货币联盟的分崩离析、卢布区的解体就是这方面的前车之鉴。事实上，这些经济体的金融财富寥寥无几、汇率管制依然存在，并且尚处于向世界其他地区开放的早期阶段，这使其有可能在未出现彻底崩盘的情况下就退出联盟进行磋商。

“单方面放弃欧元以‘窃取’竞争优势的国家将危及其作为拥有良好信誉的欧盟成员国的地位。”

更普遍来说，Nitsch（2004年）对大样本案例的研究表明，更开放的经济体最不可能退出货币联盟。（Nitsch关注的是贸易开放而非金融开放，但这两种开放形式是正相关的。除去其他因素，高报或低报报价很明显是资本流动的变相渠道。）显然，欧盟成员国尊重所有形式的贸易和金融交易，这种极度开放使其一直处于这个阵营中。

那么，人们是否难以想象某一成员国可能会离开欧元区呢？如果说过去一年中的经济事件给我们带来了某些教训，那就是许多我们曾经认为难以置信的经济事件发生了。但如果这不是无法想见的话，我们可以断言退出欧元区的事件极不可能出现。■

Barry Eichengreen是美国加州大学伯克利分校George C. Pardee和Helen N. Pardee政治经济学教授。

参考文献：

Eichengreen, Barry, 2007, “The Break-Up of the Euro Area,” NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, “Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia,” Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, “Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?” CESifo Working Paper 1113 (January).