



修补欧洲经济 货币联盟的缺陷

欧元区的长期
存在需要根本
的决策转变

弗洛伦斯·吉莫特

欧元区在第一个10年展现出光明的前景。欧洲经济货币联盟（EMU）使成员国之间能够保持较紧密的经济和金融一体化，在北欧较富裕国家资金注入的援助下，欧洲较贫穷国家加快了经济追赶进程。欧洲经济货币联盟的显著成功使许多国家忘记了一些最初的疑虑。这个联盟真是一个最好的货币联盟吗？这些国家是否拥有足够的灵活性来应对危机，而不用求助于汇率或独立的货币政策呢？在货币联盟内，经常项目失衡是不是真的无关紧要呢？

这些问题以咄咄逼人之势出现。许多国家在庞大的公私债务和濒临崩溃的房地产市场面前束手无策。私人

资本抽逃的速度要比注入的速度更快。压力已经外溢到欧元区其他的国家，使决策者忙于应对更加广泛、迫在眉睫的危机。

这一现状提出了两个疑问：问题是怎么出现的？怎样做才能阻止这些问题再次发生呢？

成功的负担

欧洲经济货币联盟运作几乎非常出色。在货币联盟筹备阶段，一些国家通过改革以获得加入这一俱乐部所必需的财政和通胀标准。这些政策的改进和通胀风险的消除将减少欧元国家的借贷成本，有助于所有国家实现

比利时布鲁塞尔，欧盟委员会前悬挂的欧盟旗帜。



财政的可持续。在许多欧元区国家保持宏观经济稳定和较高经济增长时期，欧洲非核心国家经济趋于增长的前景吸引了大量资本。

然而，较低的利率环境导致一些非核心国家出现过度借贷和通胀泡沫，欠其他欧元区国家债务不断累积而陷入入不敷出的境地。如果这些国家将所借资金用于生产（包括出口部门）并不为过，但许多资金流入房地产投资、其他非贸易部门、家庭和政府消费。由此所引发的国内需求增长导致较高的工资和报酬水平，使这些国家相对世界其他国家竞争力下降。中国和其他新兴经济体融入全球生产链也蚕食了许多欧洲非核心国家的出口市场份额。

失衡扩大

国家政策和制度、金融市场以及缺少合适的欧元区政策协调等因素，进一步加剧了不平衡。

首先，决策者采用了非常短视的做法。一些政府继续疯狂支出（例如，希腊以及稍逊的葡萄牙），加剧了由于贷款流动所带来的国内需求提升。在其他情况下，政府没能通过建立充足的财政盈余和存款以备不时之需，控制日益膨胀的私人需求。就像经常发生的一样，由于超规模房地产部门和税收收入膨胀所导致的临时性支出增长，被误认为是预算定位的永久增长，并被用于资本税收削减和支出增长。当全球经济危机发生时，这些做法已经被证明是不可持续的。

第二，生产和劳动市场的结构通常有助于工资和报酬的过度增长。尤其在非核心国家，服务业部门有限的竞争使公司索要高价，由于增加工资而导致的成本上升能够通过较高物价转嫁给消费者，所以公司同意大幅增加员工的工资。在工业或地区层面社会合作者之间的工资讨价还价通常不能充分说明整个就业和竞争层面工资需求的影响。普遍存在的工资与通胀挂钩，也推动了一些国家的持续高通胀。

第三，金融市场没能利用市场规则。尽管非核心国家不可持续增长模式越来越多和外债日益增加，但金融市场以及监管者到2007年年中前只给予了很少的关注。这可能部分是由于在此期间全球风险规避行动的减少——大范围的金融危机只被看作遥远的可能性，从而导致风险更大的投机行为。而且，随着欧洲经济货币联盟即将成立，人们相信经常项目失衡没什么关系，“稳定与增长公约”（SGP）——欧盟保持预算赤字稳定和检查公共债务的机制，将足以阻止危机。

第四，由于欧元区适当的协调政策失败，导致失

衡出现。“稳定与增长公约”并没有一直贯彻实施，甚至没有受到一些最大国家的重视。欧元区没能监测并实施“稳定与增长公约”，导致了希腊主权债务危机的发生。

财政联邦制度没有取得进展可能也是出现失衡的部分原因——货币联盟缺少很好的消除区域经济失衡的手段。欧洲金融稳定机制（EFSF）和最近提出的欧元区财政当局应当在风险分担和加强监管方面采取建议，因提出得太晚而无法阻止当前的危机。

最后，金融部门的监管政策协调不够，很难发现过多的未回收放款或借贷。更严格的欧元区范围的银行监管有助于避免非核心国家经济泡沫的出现。

修复货币联盟

关于如何实现一个运行良好货币联盟的讨论并不是一个新话题。最佳货币区理论强调在没有国家汇率和利率手段的情况下，将工资和报酬的灵活性、劳动力流动性和财政转移作为调节杠杆。工资和报酬的灵活性使一个国家能够通过降低相对其他国家的工资或报酬，进行调整以应对不利的经济影响并重新恢复竞争力。劳动力流动使人们能够向经济增长更快的地区流动，经过精心设计的从较强国家向较弱国家的财政转移制度有助于调整顺利进行。

但最初的争议仍主要集中在单个国家应当如何适应不利影响，在全球经济危机发生前的数年时间凸显另一个挑战——在货币联盟内如何阻止国内需求泡沫。这样的泡沫会产生并不希望出现的长期后果：随之而来的在货币联盟内很难逆转的工资和报酬上涨，债务清偿的泡沫使一个国家面临一旦信用下降再次融资的风险。

这提出了专门针对货币联盟的另一个挑战——如何在不用汇率缓冲器或国家贷款方作为最后手段的情况下，化解针对单个国家的投机性攻击。

四个必备条件

对于这些新的和旧的挑战，要实现欧洲运转良好货币联盟的前提条件是什么？

1. 严格的财政纪律。改革必须加强国家层面的财政纪律，并促进更为积极的反周期财政政策的使用。欧盟在2011年秋通过了经济治理改革的一揽子政策（六个方面），主要体现在以下几个方向：限制支出增长；使那些超过马斯特里赫特条约规定的债务上限



60%的国家启动额外赤字程序；通过更迅速、半自动的制裁加强执行力。然而，新的措施没有极大改变实施负责任财政政策的激励作用。为确保拥有足够防御能力的财政要求，应当考虑以下措施。

- 在国家层面的制度法律方面，应嵌入结构平衡预算制度，如德国最近所做的。

- 通过“稳定与增长公约”进一步加强财政监管，包括通过反有效多数而启动超额赤字程序（这一决策程序意味着欧盟委员会评估取得胜利，除非部长理事会通过有效多数作出其他决定）。一个更有力的措施是欧盟委员会和理事会联合确定，使违反“稳定与增长公约”上限国家的预算遭到欧元区财政当局的否决。

- 采用一个欧盟层面的财政自动转移体系，以抵消暂时的特定国家影响。不用利率控制手段，将国家支出和税收政策作为规范国内活动和冷却过度需求的主要工具。一个欧盟范围的系统将有助于国家在经济状况较好时节约更多资金，由于政府收入中暂时性上涨的部分将转为中央预算，而不用为难以逆转的主要支出增长融资。由于各国能够从转移中受益，在经济衰退期，各国拥有财政扩张的空间，而不用进一步增加其债务。

2. 一个更为有效地抗击危机的工具。欧元区需要一个共同的防御体系，以保护单个国家免受投机性攻击，而不用破坏财政纪律的激励作用。

在新建立的欧洲金融稳定机制下（该机制将随后成为欧洲稳定机制），一个成员国能够通过担保或贷款从其他国家获得援助。但目前只投入了有限的资源，使人们增加了对新的应急基金有效性的疑虑。

短期来看，在欧元区面临信任危机方面，欧洲中央银行将发挥更大作用，使整个货币联盟保持货币条件的一致性。但这同时也面临障碍。欧洲中央银行介入可能会削弱作出调整的必要性，并破坏独立性和可信性。长期而言，共同的欧元区债券（连带责任以及国家政府将实施稳健财政政策的担保）是财政融合方面一个具有吸引力和可信的方案。

3. 提高竞争性。报酬和工资的设置必须着眼于保持或维持竞争性。目前，着眼这一目标，在根本改革欧元区劳动力和生产市场方面还做得不够。

2011年秋实施的新的“过度失衡程序”旨在监控竞争性和债务，确保各国采取适当的反应并迅速解决新出现的失衡，但这一程序有效性的条件目前仍然缺乏。由各国领导人制定的旨在增强竞争性和就业的欧洲附加条约，并没有实现预期目标。危机管理工具应当更为积极地利用，以针对体制改革提供金融支持，通过联合欧盟—IMF调整项目获得金融支持国家的案例越来越多。

一些劳动力和产品市场制度要比其他形式更有助

于调整。如果劳动力市场制度注意维持竞争性，并采取责任共担等措施，一般会实现更高水平的就业和增长。

在公司层面完全分权化，或者由国家协调制定工资水平似乎会产生更好的结果，尤其是当工资没有与通货膨胀挂钩时。对所有工人给予适当的就业保护，消除雇佣或解雇的障碍也同样有益，积极的劳动力市场政策和充分的就业补偿将帮助工人重新培训并获得新的工作。劳动力市场改革应当与更强的竞争力相互补充，尤其是在非贸易部门避免国外竞争。

4. 欧元区广泛的金融安全措施。尽管当前危机引发了一些资金缩减，但随着经济和货币联盟的成立以及汇率风险的消除，欧元区的跨国资本流动极大增加。制度必须与具有较高联系的金融系统的现实相适应，并需要打破脆弱的公共财政和脆弱银行之间的逆向反馈圈。欧元区水平强有力的监管必须关注过度放款或银行系统的扩张。银行不能再被视为纯粹的国家机构：需要制定一个欧元区范围的危机管理途径和方案，并需要一个可对陷入困境的金融机构提供援助的共同基金。

金融方面的改革所取得的进展可能是最大的，这归功于新的欧洲监管机构负责协调微观审慎的监管，并主持建立欧洲系统风险委员会，以负责欧洲层面微观审慎的监督。然而，改革进程和举措必须更具雄心，应在制定单一规则手册、欧洲清算局、联合存款保障和清算项目方面取得更快进展。

最后，应当消除阻止股权流动的障碍。由于私人投资者比例的减少，股权流动缓冲了危机的影响，减轻了债务人调整的负担。统一的金融监管和较少的国家经济保护主义将有助于促进跨国的股权流动。

总之，解决当前问题并预防出现新的失衡，除采纳最近提出的完全内部化货币联盟限制条件等措施外，还需在欧元区和国家层面实现根本的决策转变。只有这样，17个成员国才能安全收获欧洲共同货币的全部红利。■

弗洛伦斯·吉莫特（Florence Jaumotte）是IMF欧洲部高级经济学家。

本文基于即将公布的IMF员工讨论记录“欧元区的失衡：如何预防复发”，作者是Florence Jaumotte、Fabian Bornhorst、Anna Ivanova、Yuko Kinoshita、Hanan Morsy、Esther Perez、Thierry Tresselt、Irina Tytell、Jérôme Vacher、Sebastian Weber和Johannes Wiegand。