

欧洲货币联盟设计中的缺陷

[法]查尔斯·维普洛兹 (Charles Wyplosz)

欧债危机暴露了欧洲货币联盟运作机制的设计缺陷：财政纪律松散、金融监管失当和欧洲央行角色定位存在偏差。危机也为欧元区矫正缺陷提供了改革契机。强化财政纪律有两种思路，制定新的“财政条约”和采取“宪制安排”；提高监管效率的改革理念是实施金融监管集中化；欧洲央行应将金融稳定作为主要目标，并承担最后贷款人的角色。文章对上述理念进行了评述，指出除此之外欧盟需要开展更加广泛和深刻的改革。

关键词：欧洲货币联盟 设计缺陷 债务危机 改革

欧洲一度被其他国家和地区奉为效仿的榜样：它建立了统一的市场、实现了劳动力和资本的跨境自由流动、发行了通用的货币、设立了超越主权的行政机构（欧盟委员会、欧洲央行和欧洲议会）。然而时过境迁，人们发现欧洲货币联盟已然四面楚歌，甚至在成立之初就已埋下危机的伏笔。但是在笔者看来，只要对欧元区的设计做适当的改进，必然能够克服时下的严峻挑战。

事实上，作为“最优货币区”理论的初次尝试，欧元区的运行理念和运作机制堪称中规中矩，但是并非已经完美到无懈可击的地步。漏洞和问题正逐渐暴露，欧盟未来仍需花费数十年时间矫正现有治理框架中的扭曲和失灵。毫无疑问，政府领导人会一如既往地每次危机做出反应，有时果断英明有时慌不择径。就本次危机而言，或许金融危机的发生和传导机制过于繁杂，政府误诊误判所造成的负面影响近乎是灾难性的。

作者查尔斯·维普洛兹供职于日内瓦高等研究所、经济政策研究中心。本文由靳飞翻译。

本文其余部分安排如下：首先对欧洲货币联盟设计和运作框架中最为致命的缺陷做出检讨，并提出针对性的矫正方案。值得庆幸的是，本次危机激发了许多新思维和新理念，接下来对部分看法和观点进行回顾和评论。然后对迄今各国实施的政策进行仔细地梳理。最后是扼要的总结。

欧元区运行框架的设计缺陷

（一）财政纪律

长期以来，人们已经对于货币联盟（包括联邦）达成一项共识，即联盟成员国必须恪守严格的财政纪律。之所以如此，原因很简单。如果政府将财政约束视为一纸空文，那么中央银行面对通货膨胀将束手无策。一般而言，在货币联盟下，通常会出现以下三种可能的情境：

——财政纪律阙如与通货膨胀并存。当政府拒绝执行财政预算时，中央银行被迫直接或间接为财政赤字融资。即使独立性有保障，且能够持续出台反通胀措施，央行仍将因此失去对货币创造的控制能力，进而触发通货膨胀。

——政府债务违约。当政府或央行均不承担公共债务的最终偿付责任时，发生债务违约将在所难免。

——严格遵守财政纪律。当央行拒绝为财政赤字融资时，若要防止债务违约的发生，政府必须严格执行财政预算。只有如此，央行才能致力于平抑物价、打击通货膨胀。

众所周知，所有的高通胀都是由财政持续赤字造成的。德洛尔委员会（the Delors Committee）所提交的报告（该报告是欧洲货币联盟机制设计的蓝本）体现了委员会成员对上述因果关系的认知。该报告称，“必须制定具有约束力的财政规则，设定各个成员国必须执行的预算赤字上限。”^[1]随后，这一原则被《马斯特里赫特条约》采纳，并被表述为“超额赤字程序”（Excessive Deficit Procedure, EDP）。EDP的最终落实体现在《稳定与增长公约》（下称《公约》——译者注）上。《公约》将各成员国预算赤字的上限设为GDP的3%，并制定了执行不力时的制裁方案。

另一个值得关注的问题是，在存在其他国家可能注资纾困的隐性担保的情况

[1] European Commission, “Committee for the Study of Economic and Monetary Union”, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, p24, 1989.

下，一些国家具有放任公共债务的冲动。为此，欧盟制定了所谓的“不救助”（no-bailout）准则，禁止成员国政府或者欧洲央行向发生财政困难的国家提供流动性。

虽然欧盟委员会对财政约束的重要性了如指掌，但是具体的财政纪律却设计不当。《公约》存在两大缺陷。第一个缺陷是经济方面的。《公约》强调年度预算的执行结果，却忽视了财政纪律的根本性质：长期来看，政府很少会破产（或不存在破产预期）。这意味着，强调年度预算平衡是无关宏旨的。在经济衰退时期，财政赤字的发生在所难免。但是，只要政府及时出台纠正方案，公共债务的可持续性并不会受到冲击。第二缺陷是欧盟内部的执行力。《公约》的公信力依赖于欧盟委员会能做到令行禁止，尤其是对于违约成员国的惩罚。然而，这一原则与各成员国具有财政独立性的安排相矛盾。两大缺陷的相互强化已经导致了《公约》的一再失灵。欧盟委员会公信力的下挫诱使各国政府以各种借口在财政政策方面各行其是。

“不救助”准则是现有治理框架下的最后一道防线。考虑到《公约》的约束力最终将耗尽，该准则将成为欧盟手中的最后一张“政策牌”。欧元区成立伊始，关于政府应该对各成员国一视同仁、令行禁止还是应该对某些成员国区别对待就存在广泛的争议。怀疑论者认为政客们无需承担违约风险，而法律学者也坚信规则过于模糊就易被侵犯。事实证明怀疑论者是有道理的。当希腊主权债务在2010年出现问题时，规则直接被忽视。此时，所有人恍然大悟——政府违约可以不用承担任何法律后果。

（二）银行业监管

主流观点认为，汇率风险的消除将有助于实现欧元区内部金融服务（尤其是银行服务）的一体化。货币统一后，银行业的合并确有发生，但大多数案例发生在各国内部。银行跨境业务仍然不温不火，其主要障碍源于国家法规和条例。各成员国以自身利益为出发点，设定了繁琐的监管和准入制度。货币一体化非但没有加速金融一体化进程，反而为欧元区银行业埋下了危机的种子。

很早就有人提出欧元区存在设计缺陷，^[1]但是政府官员依然故我，对此置若罔闻。他们急于排除关于货币统一、发行欧元的所有争议。共同货币的支持者放任各成员国在自己国家推行银行业国家保护主义。每个政府都希望自己的银行在

[1] Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig and Charles Wyplosz, “The ECB: Safe at Any Speed?”, *Monitoring the European Central Bank 1* (November), CEPR, London, 1998.

竞争中脱颖而出。各种保护母国银行的法规和监管制度相继出台。此时，银行危机已经如箭在弦上。随着2008年德克夏（Dexia，比利时-法国合资）银行和富通（Fortis，荷兰-比利时合资，业务主要在卢森堡开展）银行相继倒闭，银行危机被引爆。

（三）欧洲央行的角色和责任

欧洲央行可谓一身数任：第一，实现价格稳定；第二，“支持欧洲经济”，但是何谓“支持”却语焉不详。在很长一段时间，人们普遍认为经济增长和降低失业率是欧洲央行的次要目标，金融稳定性似乎并非欧洲央行的职责所在。但事实上，没有哪个央行会忽略金融稳定性。

面对银行和主权债务危机，欧洲央行愿意承担银行业最后贷款人的角色，但是坚决拒绝为政府财政融资。但是，在市场极度动荡、欧元存亡之秋，欧洲央行不得不向银行和政府提供信贷。欧洲央行的市场干预在规模上并不亚于美联储的数量宽松政策，但其声称，这一干预的合法性在于，惟其如此，才能维持货币政策的传导机制畅通，但事实上，这不过是其维持金融稳定做法的遮羞布。

由于财政纪律存在设计缺陷，欧洲央行不得不出台救市政策。由于盲目相信《公约》强化财政纪律的有效性，各成员国几乎没有制定任何主权债务违约防范措施或最后贷款人程序。在“不救助”条款被违反后，由欧洲央行承担起最后贷款人的角色成了避免公共债务违约的唯一途径。如何处理债务违约以及央行如何向市场注入流动性，欧盟委员会事前没有对相关程序做任何考虑。条约中缺失的是如何在两个不快的方案中做出选择。

缺陷是否已被纠正？

对于任何高度复杂且具有原创性的治理框架而言，存在设计缺陷是在所难免的。它们无一例外面临的最大挑战是如何在危机发生前（最迟也是在危机后）实施有针对性的矫正措施。主权债务危机爆发前，几乎所有政府官员都没有察觉欧元区的缺陷。危机则为矫正缺陷提供了第二次机会。

（一）财政纪律

2003年，欧元区两大巨头法国和德国的政治压力使得《公约》一度“失效”（suspension），欧洲货币联盟的缺陷首次暴露。当时官方的表态是《公约》本身没有缺陷，只是条款过于僵化。这一事件直接导致了2005年欧盟委员会对《公

约》的改革。当时改革的部分成果是将对实际财政预算的监控调整为对经济周期调整后的财政预算的监控。尽管《公约》仍然强调对政府年度预算的监控，但是允许政府在“丰年”和“歉年”调剂余缺。改革未对3%和60%（年财政赤字不得连续3年超过GDP的3%，负债不得超过GDP的60%）的债务上限做任何修改，对财政收支的强调甚于对债务长期演进的重视，也没有注意《公约》与各国财政主权之间的冲突。

主权债务危机使得《公约》失灵的事实明朗化了。欧盟委员会对这次危机的诊断是《公约》太松散了，也终于意识到了财政主权问题。随后，出台了一系列旨在强化《公约》约束力的措施，并实施了应对财政主权问题的自动调整机制。

2010年，欧盟委员会审批通过了第二轮目标狭窄的改革举措。此项改革旨在纠正政府对于经济预测过于乐观的问题。由于预测过于乐观，往往会导致实际财政状况比预期糟糕的窘境。这项名为“欧洲学期”（European Semester）的改革方案要求所有欧元区成员国必须在年初向委员会提交经济预测。委员会随后对之进行评估，以确定是否可以用作制定财政预算的参考。此举旨在在政府预算的技术环节规避财政主权对预算程序的干扰。

2011年，欧盟通过了旨在显著减少财政主权干扰的第三轮改革。具体而言，此轮改革的主要目标是实现政策建议和制裁机制的自动化。《公约》要求，欧盟委员会有责任对出现问题的成员国提供政策建议。如有必要，部长理事会（Council of Ministers）必须对有关国家做出制裁。此轮改革还确立了“反向投票”（reverse voting）机制：除非部长理事会以有效多数投票进行否决，否则委员会提出的处罚建议将被采纳。

对《公约》的上述修改的前设条件是，当被告知需要对预算计划做出调整时，当事国会严格遵守委员会的建议。然而，由于每个国家具有财政主权的独立性，象征性的惩罚措施并不足以改变当事国将对国内政治状况的考量放在首位的状况。因而，《公约》的约束力仍然不强。在笔者执笔写这篇文章时，进一步的讨论仍在继续。欧盟委员会设想出来的一个解决方案是，当一国严重违反《公约》时，该国将被迫暂时放弃财政独立性。

一个兼具可操作性和前瞻性的解决方法是制定新的“财政条约”（Fiscal Compact），将财政纪律责任落实到国家层面。《公约》的缺陷在于监督各成员财政纪律执行状况时，过分依赖于中枢机构（欧盟委员会和欧洲理事会）。与之相对的另一备选方案是，在确保成员国享有主权独立的情况下，采取宪制安排

(constitutional arrangements), 将财政纪律的强制性上升到法律层面。实施前一种治理框架的国家包括德国和俄罗斯。美国则是第二种治理框架的成例。《公约》是否已经完全失灵, 以及第二种治理框架是否更适合欧盟, 仍在讨论之中。

如果采纳第二种治理框架, “财政条约”将要求各成员国将平衡预算规则写进宪法。在这种情境下, 如果有成员国采取失当的规则或违反规则, 欧洲法院将依法介入。在本文写作时, 当局还未披露有关这一建议的关键细节。然而, 毋庸置疑, 财政纪律下放是纠正《公约》失灵的根​​本出路。^[1]

(二) 金融市场和银行监管

金融监管是“分权”还是“集权”的讨论, 又开始更强调“集权”。在此情境下, 支持集权的主要论据是存在外部性。金融危机表明, 危机的迅速传染正是由于银行和金融机构存在错综复杂的联系。与之相对, 在传统情境下, 反对集权的主要论据是存在信息不对称。与欧盟监督部门相比, 各国的监管部门更了解本国金融机构的风险暴露水平。但是, 这种观点是站不住脚的。首先, 高质量的监管能弥补信息不对称造成的扭曲, 尤其是在金融机构倾向于隐瞒大量复杂交易的情况下。此外, 在监管部门与金融机构之间存在显著技术差距的情况下, 密切的监督能发现问题的苗头。

反对欧洲集权的另一个论据是, 由于历史原因, 各国金融系统存在不同程度的差异。单一的监管部门可能在面对金融传统的细微差别时, 无法做出正确、审慎的判断。这一论据似乎是有道理的, 毕竟人们倾向于与自己熟悉的金融机构打交道。另一方面, 这种说法常被用来反对更深层次的金融业竞争。强调国情差异的观念常常是为了实行保护主义政策, 因此该论据并没有足够的分量来挑战欧洲集权的议题。

2008年的危机使人们认识到, 监督和管制的分散化无助于提高欧盟单一市场的金融稳定性。有鉴于此, 欧盟在2011年批准成立了欧洲金融监管体系(the European System of Financial Supervision)。该体系下有四个新成立的金融监管机构: 欧洲银行业监管局(the European Banking Authority)、欧洲保险与职业养老金监管局(the European Insurance and Occupational Pensions Authority)、欧洲证券与市场监管局(the European Securities and Markets Authority)和欧洲系统性风险局(the European Systemic Risk Board, ESRB)。前三个机构旨在通过成立常设办

[1] Wyplosz 对此观点有详细讨论: Wyplosz, Charles, “Fiscal Discipline: Rules Rather than Institutions”, *National Institute Economic Review* 217, R19-R30, 2011.

事处协调各国监管部门。危机直接催生了第四个机构，该部门旨在实施宏观监管。该部门在各成员国没有等效的机构，因此具有很大的独立性。

上述安排是否会奏效，仍有待进一步观察。欧盟监管部门和各国监督部门并存是当局的首次尝试。欧盟和国家两个层面之间发生利益和职权冲突在所难免。因此，从该意义上看，这一安排更像是从国家监管到欧盟整体监管的一种过渡。尽管可能会导致紧张和危机，不稳定性可能是这一安排的主要优点。

（三）欧洲央行

金融危机表明，央行并不能仅仅关注价格稳定；金融稳定同样不容忽视。债务危机进一步表明，央行同样不能忽视公共债务的压力。危机之后，各国央行需要审时度势重新定位自己的角色。从这个意义上来讲，欧元区的设计缺陷并不仅仅是欧洲的缺陷；它反映了20世纪90年代所有央行的运作理念。此外，还存在更深层次的问题。作为独立的央行，ECB必须考虑在一个完善的债务违约机制下，重新思考与之配套的最后贷款人角色职责。

对于金融稳定而言，预防性措施和纠正性措施缺一不可。危机过后当局似乎达成了共识，即必须减少系统重要性金融机构的风险敞口，进而提高经济的宏观稳定性。对欧洲央行而言，新成立的ESRB无疑是一个很好的补充。如果运行成功，ESRB将有助于确保ECB在作为最后贷款人的同时免受道德风险的威胁。

在本文写作时，欧洲主权债券市场的稳定性正在受到冲击。对于这一威胁，解决方案与前一种情况大同小异。在这两种情况下，无论是源于抵押资产的不足，还是由于市场情绪改变导致的收入来源枯竭，都将导致高额的公共债务无法按时偿付。在这两种情况下，陷入危机的金融机构或政府都面临大而不倒的隐性担保。同样，在这两种情况下，唯一可以施救的机构都是欧洲央行。

欧洲银行不愿意承担最后贷款人角色的立场是可以理解的。新的“财政条约”旨在将可能存在的道德风险具体化。欧元体系同样需要澄清有关主权债务违约的决议。如果欧洲货币联盟的两大设计缺陷被彻底纠正，欧洲央行完全可以和其他央行一样承担最后贷款人的角色，而无需担心道德风险。

（四）主权债务危机的解决机制

债务危机凸显了建立公共债务纾困机制的重要性。各成员国不明白是否应该自行寻求IMF的帮助来完成债务重组，或是通过欧盟实现该吁求。尽管欧盟成员国具有主权独立性，但是能否向IMF寻求帮助仍然需要欧盟委员会的投票表决。

就这一议题而言，存在两种可能性。第一种可能类似于美国模式，以不救助

准则为基础。一旦有关国家出现债务问题，除了违约别无出路。IMF十年前曾建议在《公约》中加入集体行动条款和其他主权债务问题解决机制，这样欧元区的运作将更加平稳。每个欧盟成员国，可在不征求欧盟其他国家和欧洲央行的情况下采取违约政策。在此情境下，债务违约国仍然隶属于欧盟，并享有所有成员国的特权。希腊最近的动向表明该国正在考虑采取类似的方案。

第二种可能性是竭尽全力避免主权债务违约的发生。这种情境需要引入贷款机制或贷款担保机制。相比较之下，担保机制更为合意，因为可信的担保能避免动用实际资源。鉴于欧元区公共债务的规模已接近9万亿美元，所需要的资源远远超过欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）的融资能力。这就是只有欧洲央行才能承担政府债务最后担保人角色的原因。因此，为避免道德风险的发生，欧盟必须出台强力而高效的集体监管机制。在本文写作时，为响应欧洲央行的要求，欧盟正在计划通过一项新条约，呼吁各国将国家层面的预算规则写入宪法。如果这一安排能够付诸实施，对欧元区而言将是一个具有里程碑意义的突破。

结 论

有人将欧洲债务危机作为一个期待已久的论据，认为独立国家无法形成统一的货币联盟，欧盟在货币一体化上过于冒进，或者欧元区分崩离析是不可逆转的趋势。然而，与上述观点相比，欧盟从本次危机中汲取教训，最终矫正缺陷的论断似乎更切实际。事实上，欧盟已经出台了一系列救市措施。超越主权的监管框架已经粗具规模。正在筹备的公约将进一步下放财政纪律。欧洲央行已经开始间接承担起最后贷款人的角色。当然，仅有上述措施是不够的，欧盟需要开展更加广泛和深入的改革。

汲取教训、矫正缺陷的论断可以被看作本次危机在历史语境下的解读。欧洲货币联盟是一项史无前例的尝试，其复杂性自不待言。像所有的治理框架一样，其设计理念不可能从一开始就是百分之百完美的。该机制的缺陷将逐渐暴露，但是决策者却无意于冒着断送政治前程的风险对此进行纠正。本次危机则迫使决策者付诸行动。当前的危机已经深刻地改变了欧元区的整体架构，做出更多的改变势在必行。这就是集体事业发展的逻辑。^[1]

（完稿日期：2012年2月）

Design Failures in the European Monetary Union

Charles Wyplosz

58

Design failures, such as weak fiscal discipline, unbinding financial regulation and malfunction of the European Central Bank (ECB) in the European Monetary Union have been exposed during this debt crisis. The crisis provides an opportunity for reforms. Two solutions, namely Fiscal Compact or constitutional arrangement, can be identified to enhance fiscal discipline; the idea to strengthen financial regulation is centralization; and the ECB would set financial stability as its main objective and act as the lender-of-last resort. This article reviews these proposals and concludes that many more measures need to be taken.

The European Central Bank as a Lender of Last Resort

Paul De Grauwe

66

Since the outbreak of the EU debt crisis, the ECB has been gripped by hesitancy over the role as a lender of last resort in the sovereign bond market. A stop-and-go policy ensued. Given the weakness of government bond markets in a monetary union, which is prone to liquidity crises, the author argues that only through the central bank providing lending of last resort to government bond markets can this problem be solved. The author reviews and provides arguments against those who opposed it because of concerns about the risk of inflation, fiscal consequences and moral hazard or who based themselves on the Bagehot doctrine and legal objections. Consequently, in order to ensure financial stability, the ECB has to make it clear that it is fully committed to exerting its function as a lender of last resort.

Eurozone Debt Crisis and Evolution in the International Strategic Landscape

Ding Yifan

74

The birth of the euro is a result of international strategic balance. The eruption of the sovereign debt crisis in the eurozone seems also to result from an international strategic game. With the debt crisis deepening in Europe, people are tempted to forget its origin, which was the United States. However, the crisis is far from over in the US. To overcome it, the EU and the US are fiercely competing to attract fresh capital. For Europe to escape the crisis, a more integrated fiscal union will be needed. Although the direction is fixed, it still needs some time to carry out the reform plan. China should support a more fiscally unified Europe to overcome this crisis. It would be very important for China to ensure that the EU becomes an important part of the global landscape.

European Debt Crisis in the Eyes of American Scholars

Zhang Ming and Yang Tiancheng

83

Euro not to Collapse • Debt Restructuring the Most Urgent Task •
Euro Depreciation is the Right Cure • Boosting Market Morale is the Key •
Resolutely Sticking to the Pro-active Fiscal Policy • Tightening Measures Must be Withdrawn