

# 论欧元区的波动发展

——冲击的异质性影响与趋同的理论逻辑\*

孙 杰

**内容提要:**经验数据和理论逻辑都表明组建最优货币区能够促进区域经济的趋同和一体化,但是外部冲击可能会使这个趋势逆转。本文试图扩展考察的时间视野,避免仅依据短期趋势进行研判并给出一般性结论,分析造成一体化波动的深层次原因,进而说明欧元区发展的长期趋势和可能挑战。研究发现,由于成员国之间在经济结构和贸易结构方面的差异,相同的外部冲击会给各成员国带来不同的影响,但最终会回到原有的趋同路径上。本文还提出了一个波动发展的理论分析框架并结合各国的经验数据进行了说明。由于成员国的结构性差异和外部冲击都是不可避免的,所以欧元区将呈现出波动发展的局面。但不可否认的是,欧元区也面临持续的严峻挑战。

**关键词:**欧元区 一体化 实际趋同 名义趋同

欧元的诞生不仅是人类关于超主权货币的首次实验,也是相关国家部分让渡国家主权的探索,更是践行统一大市场理念的实践。欧元不仅反映了成员国长久以来的合作愿望,更是对学术理论逻辑的验证。因此,欧元的成败和波动都具有重大的政治和经济意义。

经过 20 多年的发展,欧元区成员国已经扩展为 19 个,对世界经济的发展路径和政治格局产生了重大而深远的影响。当然,欧元的发展不可能一帆风顺,人们的看法更会有起伏与反复,但也正是在这个过程中深化了对经济一体化机制的认识,推动相关研究更加全面和完善。

本文从欧元区一体化波动发展的现实出发,回顾了不同时期文献对欧元研究重点

\* 作者在此特别感谢两位匿名审稿人以及任琳、倪淑慧和姚曦提出的修改建议。马盈盈帮助收集了中间品贸易数据。当然,文责自负。由于篇幅限制,本文删除了一些数据表格。有兴趣的读者可以联系作者索取这些表格或原始数据和处理结果,也可以自己从相关数据库下载和整理。

的演变,寻找背后的核心命题,然后从理论逻辑上分析成员国经济的运行与互动,特别是对外部冲击反应的波动特征和趋同机制,最后结合欧元区的实际情况进行经验说明。笔者发现,经济结构的互补是一体化的核心和实际趋同的基础,名义指标的趋同只是实际趋同的结果。《马斯特里赫特条约》以及后来的《稳定与增长公约》的相关规定虽然具有很强的操作性,但却是舍本逐末。区域生产网络和对外直接投资(FDI)带来的生产率趋同才是实际趋同的驱动因素。当然,作为欧元运行基础的区域经济一体化不应仅仅体现在货物生产的区域价值链上,还应包括互补性的服务贸易。这就不可避免地造成了成员国经济之间的结构性差异。本文的研究表明,正是由于成员国之间的这种结构差异,使得它们在面临相同的外部冲击时受到的实际影响呈现出异质性特征而表现为成员国之间的趋异。但是只要欧元能够稳定存续,在冲击过后各国还会回到原有的趋同路径上,最终表现为波动发展的趋势。

## 一 问题的提出:探寻趋同波动的原因

在经历了快速扩容和全球金融危机的冲击之后,对欧元质疑的观点开始增多。<sup>①</sup> 费尔德斯坦认为,欧元的创立是导致几个欧元区国家发生主权债务危机以及欧元区高失业和贸易赤字的根本原因。欧洲的问题不是官僚主义管理的失误,而是在经济结构、财政传统和社会观念存在显著差异的国家间推行单一货币的必然结果。<sup>②</sup> 无独有偶,斯蒂格利茨也表达了类似的观点。他否定了把欧元区问题归因于个别成员国或欧洲政策制定者失误的流行观点,坚持认为是欧元区的设计缺陷,只有对欧元区进行结构化改革才是出路。欧元区的根本问题在于成员国失去了汇率调节机制,并且没有任何方案来替代。<sup>③</sup> 克鲁格曼则一针见血地指出:“欧元区乱局并非政客的肆意挥霍,而是精英的自负所致——这里所说的精英指的是在欧洲大陆远未具备推行单一货币的条件之前就推动欧洲从事这一试验的那些人。”<sup>④</sup> 这些观点的核心在于强调欧元本身存在的先天缺陷,或者说欧元的创设并没有满足统一货币的条件。在欧债危机的语境

<sup>①</sup> 欧元的创设无疑说明赞成派的观点获得了广泛的共识,但质疑甚至极度悲观和坚定的否定之声也一直不绝于耳。其中不乏克鲁格曼、斯蒂格利茨、弗兰克(J. A. Frankel)和艾肯格林(B. Eichengreen)这样的名家。奥尔特对此进行过比较详细的阶段性总结,参见Renate Ohr,“European Monetary Union at Ten: Had the German Maastricht Critics Been Wrong?” *Discussion Paper Series*, University of Goettingen, Germany, No.141, 2009, pp.1-24。

<sup>②</sup> Martin S. Feldstein, “The Euro and European Economic Conditions,” *NBER Working Paper*, No. 17617, 2011, pp.1-15.

<sup>③</sup> 参见[美]约瑟夫·斯蒂格利茨:《欧元危机:共同货币阴影下的欧洲》,蔡笑等译,机械工业出版社2018年版,第VII,IX页。

<sup>④</sup> [美]保罗·克鲁格曼:《欧元区的致命缺陷》,载《中国物流与采购》,2010年第5期,第28页。

下,这些观点无疑具有相当大的说服力。

然而话犹在耳,随着金融危机和债务危机的逐渐消退,近年来欧元区又再次显示出趋同的趋势,现实的发展似乎再次倾向于支持欧元的观点。表 1 体现了在欧元问世前后的几个时段内,<sup>①</sup>19 个成员国<sup>②</sup>主要经济基本面指标趋同的波动情况。

需要指出的是,设计这个表的思路与  $\alpha$  收敛的分析思路大致相同,但是与  $\alpha$  收敛不同的是,我们没有对各指标取对数,而是直接展现出水平值的标准差。这样读者就可以获得更直观的离差感受。当然,为了不同指标之间的可比性,我们也采用标准差率(变异系数)方便不同指标之间离差的比较,以达到计算  $\alpha$  收敛时对指标取对数再计算标准差的类似效果。<sup>③</sup> 另外,我们在这里只是通过标准差的变化来反映成员国之间趋同的波动,无意用标准差的水平值来定义趋同或趋异。

从表 1 中我们可以看出这些指标所代表的趋同变化可以分成五类:(1)部分宏观经济指标的协同波动;(2)与此波动相对应的是德国作为最重要的成员国,对区内各国直接投资标准差的反向波动;(3)代表欧元区一体化的区内贸易占比的相对稳定;(4)部分宏观经济指标在 2008 年金融危机后出现的持续趋异;(5)以单位劳动成本指数模拟的成员国有效汇率在欧元区创设以后的持续趋异。

对这些现象比较直观的解释是:尽管《马斯特里赫特条约》在经济结构趋同方面做出了很多规定,但是只有在名义趋同方面的约束成效显著,而这些名义趋同的协同波动正是驱使我们展开本项研究的最初动力,即欧元区一体化进程为什么呈现出相同的波动趋势?危机时趋异和危机后再度趋同的原因各是什么?第二类的反向波动恰恰给我们提供了一个初步的解释,即以 FDI 为代表的实际趋同是名义趋同的原因。在某种意义上,贸易是一体化的结果,而投资才是一体化的内在驱动力。部分宏观经济指标在危机后的持续趋异固然值得深入研究,但是成员国之间在模拟有效汇率方面的持续趋异更是欧元区在波动发展背后不容忽视的真正挑战。

---

① 不少文献都采取了分阶段分析的方法,如李昕:《统一货币能否“内生”经济一体化?——基于欧元区的实验研究》,载《经济学动态》,2014 年第 2 期,第 142-150 页。本文采取的分段标准主要是依据事件冲击和指标变化的节点,分成作为对比的欧元创设前(受制于数据可得性,只能取欧元创设前 3 年)、从欧元创设到金融危机前相对平稳发展的 9 年、从金融危机到 2015 年以及从 2016 年到 2019 年疫情暴发前四个阶段。

② 由于 19 个成员国加入欧元区的时间不同,所以笔者在计算时也是按照每个成员国加入欧元区的时间纳入统计样本。不过,由于希腊一开始就参与欧元区创设,只是于 2001 年才正式成为欧元区成员国,所以它的数据也是从 1996 年就开始纳入样本的。自 2007 年以后新成员国样本的加入会引起指标的异常波动,但由于趋同指标对成员国的约束,实际影响并不大。

③ 笔者也按照  $\alpha$  收敛的标准方式对数据取对数后再计算标准差,结果与标准差率计算结果显示的变化趋势类似。

表 1 欧元区 19 国主要经济指标标准差的变化趋势

	1996-1998 年	1999-2007 年	2008-2015 年	2016-2019 年	波动趋势
通货膨胀(核心 HICP)	1.49(0.81)	0.91(0.45)	0.96(0.76)	0.68(0.61)	高-低-高-低
经济增长率	3.44(0.57)	1.89(0.60)	3.09(5.36)	1.97(0.66)	高-低-高-低
人均 GDP 增速	2.57(0.49)	2.13(0.43)	3.83(2.57)	2.04(0.49)	高-低-高-低
劳动生产率(小时 GDP 增长率)	1.61(0.89)	1.36(0.82)	2.23(3.13)	1.74(1.38)	高-低-高-低
德国对 12 个成员国的直接投资	591(1.442)	2067(3.765)	2327(2.389)	3304(2.504)	低-高-低-高
区内贸易占比	12.68(0.24)	11.93(0.22)	10.32(0.21)	10.28(0.21)	大体稳定
通货膨胀(HICP)	1.16(0.65)	0.95(0.40)	0.98(0.59)	0.83(0.65)	高-低-高-高
失业率	4.21(0.45)	2.58(0.35)	4.89(0.49)	4.22(0.52)	高-低-高-高
长期国债收益率	1.62(0.25)	0.25(0.06)	2.19(0.53)	1.30(1.11)	高-低-高-高
模拟实际有效汇率①(单位劳动成本指数)	0.0263(0.0259)	0.0347(0.0354)	0.0602(0.0607)	0.0881(0.090)	高-高-高-高
模拟名义有效汇率(单位劳动成本指数)	0.0379(0.0396)	0.0846(0.0758)	0.2418(0.1737)	0.3679(0.2453)	高-高-高-高

资料来源:根据 CEIC 数据库(<https://insights.ceicdata.com>)、Wind 金融终端和 OECD 数据库(<https://stats.oecd.org/Index.aspx>)计算。

注:由于数据可得性的原因,指标的频度有所不同,一些国家的数据也有年份缺失。单位劳动成本全部调整为 1999 年为基期的定基指数。人均 GDP 水平值的单位为欧元,直接投资水平值的单位为百万欧元。括号内为标准差系数的绝对值。通货膨胀与核心通货膨胀的月度数据统一从 1997 年 1 月开始。由于 1996 年意大利经济增长率出现异常值,所以对经济增长率的计算统一从 1997 年开始。由于 CEIC 数据缺失,除德国对欧元区 FDI 总和的年度变动外,对各成员国的年度数据只有 11 个创始国和斯洛文尼亚,但这 12 个成员国已经占到德国对欧元区 FDI 的 90%左右。

① 由于本文研究的是欧元区主要成员国之间的一体化和趋同问题,出口竞争力在其中具有更直接的重大影响,所以在此使用了 ULC 表征的模拟有效汇率。BIS 汇率数据库中也有欧元区国家的宽基和窄基有效汇率,但那是基于进出口贸易权重的消费者价格指数。相比之下,使用 ULC 就更加直接准确。

笔者最感兴趣的是：从成员国核心通货膨胀、经济增长率、人均 GDP 增速和以工作小时 GDP 产出增长率表征的劳动生产率等宏观经济指标的标准差在这四个时段出现了非常一致的波动。这说明尽管在科索沃战争后欧元对美元出现了持续的贬值，但是在欧元创设后欧元区成员国的一体化趋势却在强化，在一定程度上证明了最优货币区内生性的假说。

真正的挑战是欧元区东扩和 2008 年的国际金融危机。这两次冲击使得成员国经济基本面指标的差距再次拉大。尽管在扩容浪潮中加入欧元区的 7 个新成员国经济规模的总和在整个欧元区占比不到 3%，但是给欧元区一体化理念带来的冲击却从 2004 年就引起了一大批文献的讨论，而 2008 年国际金融危机引发的欧债危机更是将欧元区成员国趋同和存续的讨论推向高潮并延续至今。

但是值得注意的是，伴随着 2015 年年底美联储开始加息，全球经济周期似乎进入到一个新阶段。数据显示，2016–2019 年，欧元区成员国之间也再次出现了趋同趋势。

毫无疑问，此前正反两方面的观点都有学理和经验支持，既不能简单否认，也不能盲目肯定。从欧元区成员国趋同走向的波动看，我们无法肯定欧元的发展由此将一帆风顺，甚至不能预测在受到 2020 年疫情冲击和全球衰退后欧元区的变化趋势。<sup>①</sup>但是这种反复与波动引起了笔者极大的兴趣，也提出了可供研究的问题和思路，即应该超越简单的对成员国趋同和趋异的现象观察，分析造成一体化波动的深层次原因、理论逻辑、长期趋势和可能的挑战。

笔者推测，以往否定性研究和肯定性研究都只是看到了欧元区发展的不同侧面。成员国之间存在差异是客观事实，问题在于我们不应仅仅依据短期趋势就匆忙给出判断性的一般结论，更不能当欧元区发展顺利时就盲目乐观，也不能遇到挫折就开始唱衰，而是应该把视野放宽一些，研究在什么条件下成员国会出现趋同，又是什么原因会导致趋异，从而判断欧元区一体化的波动趋势和原因。笔者的初步推断是，在宏观经济环境比较稳定的情况下，在共同货币的驱动下，成员国经济将出现趋同走势。当然，趋同本身就意味着各国还存在结构性差异。在这种情况下，如果出现外部冲击，各国之间的结构性差异就会导致对同一个外部冲击做出异质性反应而趋异。这些冲击可能是难得一见的经济或金融危机，也可能表现为各国之间常见的生产率增长差异或需求冲击。正如对企业异质性的研究最终将研究的焦点集中于企业的生产率差异和分布一样，欧元区成员国的异质性则是由于它们之间存在结构性差异，各国经济增

<sup>①</sup> 按照本文的分析逻辑和经验数据，可以推测，面对疫情冲击，欧元区将再次出现趋异走势，但在疫情的冲击过后会回到趋同的路径上。

长对这些冲击的反应强度和时滞不同,从而在经济增长和基本面指标的变化方面表现出趋异。但是从长期看,只要经济与货币一体化的大环境不变,冲击的传导会逐渐扩散并均匀化,从而最终恢复到原来的趋同路径上。

重大的可见冲击常常是非常态的、偶发的,但是消化冲击造成的影响却需要假以时日。显然,在欧元区经济一体化的漫长过程中不可避免地会出现各种外生冲击,因此,要维持趋同和一体化发展,首先要顶住各种外生冲击而不致中断;在给定冲击强度的情况下,趋同和一体化的进程就取决于成员国之间的差异以及由此产生的异质性反应的强度;而在给定异质性反应的情况下,一体化的波动又取决于应对欧元区危机的政策。

最后,还有必要指出的是,对欧元的研究不仅仅是欧元续存的问题,实际上也涉及对统一大市场、市场经济运行机制、区域经济一体化以及宏观经济政策协调等一系列经济学基本问题的看法。因此,本文研究的意义实际上也不止于欧元区本身。

## 二 文献回顾:欧元创设以后关注点的变与不变

如果仅仅从1999年欧元问世以后的国内外学术文献看,<sup>①</sup>在欧元创设时大多是原理、影响和展望分析,之后的重点就集中在欧元区东扩中新成员国的准入标准,再后来则以研究欧债危机中体现的成员国差异为主。在这个演变过程中,一个隐含主线始终集中于欧元区的趋同问题,而这恰恰是决定欧元区存续和发展的核心与关键。

欧元的创设和欧元区的出现是几十年来理论研究和政策实践不断深化和推进、最终水到渠成的结果,在当时并没有引起很大的理论争议。但是当欧元区酝酿扩容时,相关的争论就开始了。而到欧债危机时,更直接地演变为对欧元区存续问题的讨论。

在欧元区扩容问题上,与突击达标相比,更直接的问题就是名义趋同与实际趋同。苏克萨斯(Elias Soukiazis)和卡斯特罗(Vitor Castro)认为,<sup>②</sup>由于在加入欧元区时过于关注价格稳定而无视增长和就业,因此在《马斯特里赫特条约》之外又签订了《稳定与

<sup>①</sup> 根据对爱思唯尔数据的统计,每年发表的关于欧元的英文论文不断增加,从1999年的65篇逐渐上升,到2004年超过200篇。欧债危机以后,文献量呈现加速态势,2011年、2014年和2016年连续突破300篇、400篇和500篇,此后一直维持在接近500篇左右的水平上。而知网上的中文论文在1999年达到707篇的峰值,此后逐年下降到2006年的65篇,金融危机以后再次上升,到2012年达到262篇,之后再次逐年下降到2019年的79篇。可见英文文献的热度是逐渐上升,研究不断深化,而中文文献由于表现出与欧元创设和欧债危机等重大事件相关的介绍性文献较多的特点,所以波动略有不同。如果仅从研究性中文文献的数量看,则大致与英文文献的走势基本吻合,讨论主题的演变也大致相似。

<sup>②</sup> Elias Soukiazis and Vitor Castro, "How the Maastricht Criteria and the Stability and Growth Pact Affected Real Convergence in the European Union: A Panel Data Analysis," *Journal of Policy Modeling*, Vol.27, 2005, pp.385-399.

增长公约》。但是他们发现,按照这两个协定并没有实现预期的实际趋同,因此建议考虑一些国家的特殊性和各国在经济周期中的位置,允许实行更有弹性的财政政策,以便促进实际趋同。从表 1 中我们也发现一个有意思的现象:核心 HICP、实际经济增长率、失业率、长期国债收益率以及小时 GDP 产出(劳动生产率)的增长率都随着外部冲击的变化出现一致且相对明显的波动。与此同时,代表欧元区一体化程度的区内贸易占比离差的波动却不明显。而值得注意的是,更能代表欧元区实际趋同的名义和实际单位劳动成本(可以作为成员国模拟的有效汇率)的差距却在持续扩大。

科琴达(Evzen Kocenda)等通过评估 10 个申请加入欧元区国家的实际趋同和名义趋同情况,提出判断实际趋同应该从多角度进行。<sup>①</sup> 具体来说,不仅要有通货膨胀和利率的趋同,对就业的评估也很重要,而且实际趋同才是经济一体化的最终目标。因此,人均实际收入水平向欧盟标准的稳定趋同最重要,其次才是通货膨胀和利率的趋同。表 1 显示了现实情况可能的确很复杂。

布拉特(Ales Bulir)和赫尼克(Jaromir Hurnik)则指出,《马斯特里赫特条约》确实使得高通胀的国家在引入欧元前进入了低通胀行列,但是如果仅仅为了突击达标,或者由于正好赶在周期波动低点恰好达标却忽视了结构性改革,不承受漫长而痛苦的结构调整,就不能保证它们进入欧元区后趋同的可持续性。<sup>②</sup> 贡萨尔维斯(Carlos Eduardo S. Gonçalves)等使用 DID 的研究显示,在推出欧元后,欧洲经济与货币联盟(EMU)成员国之间的经济周期的关联度的确更强了,但经济周期关联度的提高并不是贸易增加的一个结果,采用共同货币才是促成成员国经济周期同步性更高的原因。<sup>③</sup> 由此他们得出的结论是,如果仅仅是因为周期同步性导致的趋同而加入欧元区可能就是一个误导。

多布林斯基(Rumen Dobrinsky)认为,申请加入欧元区的国家在同时追求名义和实际趋同目标时可能造成政策目标的冲突。<sup>④</sup> 因为一个快速的实际趋同过程很可能伴随着赶超型通货膨胀,而这并不符合《马斯特里赫特条约》的名义要求。快速的实际趋同必然涉及基本面的结构性变化,包括伴随各种名义变量的调整,因而需要充分的价格弹性配合。如果试图避免名义调整就会中断这个实际趋同。因此,《马斯特里

<sup>①</sup> Evzen Kocenda, Ali M. Kutan and Taner M. Yigit, "Pilgrims to the Eurozone: How Far, How Fast?" *Economic Systems*, Vol.30, 2006, pp.311-327.

<sup>②</sup> Ales Bulir and Jaromir Hurnik, "The Maastricht Inflation Criterion: How Unpleasant Is Purgatory?" *Economic Systems*, Vol.30, 2006, pp.385-404.

<sup>③</sup> Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues and Tiago Soares, "Correlation of Business Cycles in the Euro Zone," *Economics Letters*, Vol.102, 2009, pp.56-58.

<sup>④</sup> Rumen Dobrinsky, "Catch-up Inflation and Nominal Convergence: The Balancing Act for New EU Entrants," *Economic Systems*, Vol.30, 2006, pp.424-442.

赫特条约》的政策框架可能会成为申请国政策制定者进行实质性经济结构调整以实现实际趋同的“紧身衣”。作者据此认为,应该修订《马斯特里赫特条约》的趋同标准,放松过度的苛刻要求。即使一些小经济体作为世界市场上的价格接受者也许能够做到在实际趋同过程中不需要足够的名义弹性,但是对大一些的经济体来说,遵守《马斯特里赫特条约》标准就不一定能够保持实际趋同时所必要的名义弹性,可能就会因此放缓实际趋同。所以,趋同政策应该适合大国和小国的不同特点。指标的名义趋同不是最重要的,重要的是实际趋同。

虽然在如何看待严格执行《马斯特里赫特条约》的趋同标准问题上一直存在争议,但是越来越多的观点赞同根据各国的具体情况对《马斯特里赫特条约》标准做出弹性的解释。指标是趋同结果的反映,实际趋同才是目的,不能舍本逐末,为了维持指标的趋同而损害实际趋同。约纳斯(Jiri Jonas)就认为应该考虑申请国的具体条件,采用更有弹性的《马斯特里赫特条约》标准。<sup>①</sup> 考虑到短期周期性和长期可持续的原因,更应该关注的是那些相对落后的申请国是不是也适合运用现存的《马斯特里赫特条约》标准? 严格执行该条约标准会不会降低它们的经济增长速度和实际趋同? 他还从赶超型通货膨胀和汇率目标之间的兼容性出发,提出在特定的时段内不应造成目标之间的矛盾,甚至申请国采纳欧元前的财政政策目标应该比《马斯特里赫特条约》的财政标准更为进取(ambitious)。

随着2007年欧元区东扩的开始和2008年的金融危机引发欧债危机,文献研究的热点很快转换到发生债务危机的成员国与欧元区国家的趋同甚至它们的去留问题上。

施密茨(Birgit Schmitz)和哈根(Jürgen von Hagen)发现,欧元区整体的经常项目平衡已经持续了20年,但是一些国家的经常项目赤字很大而另一些国家经常项目的盈余很多。因此,欧洲政策界开始关心货币同盟的可持续性,毕竟经常项目的失衡会造成潜在的汇率压力,进而威胁到货币同盟的稳定。<sup>②</sup> 从国际收支平衡的角度看,由于经常项目平衡是国际资本流动的对立面,所以他们从资本流动展开分析后发现在欧元诞生后,欧元区内部资本流动对人均收入的弹性提高了,而在成员国之间,资本从相对富裕的国家向相对贫穷的国家净流动的趋势更加明显。他们认为,这是欧元区金融一体化不断增强造成的。在适合的宏观经济条件下,资本从富裕国家流向贫困国家

<sup>①</sup> Jiri Jonas, “Euro Adoption and Maastricht Criteria: Rules or Discretion?” *Economic Systems*, Vol.30, 2006, pp.328-345.

<sup>②</sup> Birgit Schmitz and Jürgen von Hagen, “Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area,” *Journal of International Money and Finance*, Vol.30, 2011, pp.1676-1695.



推动了这些经济体的经济趋同。<sup>①</sup>在这个意义上,经常账户的失衡应该被看成欧元发挥作用的一个标志而不是宏观经济调整不当的一个问题。显然,他们将欧元区内经常账户的失衡看作成员国之间资本流动、进而推动成员国之间经济一体化和趋同的表现,而不是简单的一种趋异的力量。<sup>②</sup>

马森(Paul R. Masson)使用了一个政府预算约束内部化的中央银行模型来模拟产出和提供给政府的货币融资(而这在货币联盟中正是受到了削弱和制约的),以研究最优的欧元区构成。<sup>③</sup>他在这个框架中用欧元区的数据进行校准,结果显示目前的成员不是最优的:如果逐出一些国家的话,例如希腊、意大利和法国,另一些国家就可能受益。反过来说,如果这三个国家留下的话,则它们就是受益国。而一个以德国为中心的小规模货币联盟也许能够保证中央银行的独立性,但是模拟也显示,即使是这样一个小规模的货币同盟,相比回到德意志马克,还是不符合德国的利益。显然,他提出了一个更深层次的问题,即一体化和统一大市场能否让核心国家受益?

巴比尔-高沙尔(Amélie Barbier-Gauchard)等从欧洲最关心的也是欧洲一体化中最核心的劳动力市场角度讨论了南部欧元区是不是应该留在欧元区的问题。<sup>④</sup>他们假定了一个只有两个国家的固定汇率情景,这两个国家的劳动市场特征各不相同。本国的劳动市场存在正规部门和非正规部门,外国则存在名义工资刚性。由于劳动力在国内经济中各部门配置不当以及国外存在失业,两国的劳动市场都没有处于最优状态。在此情况下,国内货币的贬值意味着两国的产出都会下降,劳动市场进一步恶化。这实际上说明了在成员国经济存在结构性差异的条件下,一体化并不能使它们都达到最优的结果。

费根(Gabriel Fagan)和麦克尼利斯(Paul D. McNelis)研究了组建欧元区对成员国资本流入骤停的影响。<sup>⑤</sup>他们用TARGET系统反映从欧洲中央银行(简称“欧央行”)获得外部融资的可得性,在门多萨(E. G. Mendoza)的模型<sup>⑥</sup>中加入了TARGET的中央

① 这一点正是绝对 $\beta$ 收敛强调的一个特征。

② 从表1中也可以发现,1999-2007年,德国流向欧元区成员国FDI的标准差率达到最大。但是,无论从德国FDI流出到成员国的FDI绝对额,还是从德国流出到成员国FDI占这些成员国GDP的比重(德国FDI流入对东道国的影响)看,都是以相对发达的成员国为主,如荷兰、奥地利和卢森堡,流入低收入成员国的FDI并不多。

③ Paul R. Masson, "Fiscal Asymmetries and the Survival of the Euro Zone," *International Economics*, Vol.129, 2012, pp.5-29.

④ Amélie Barbier-Gauchard, Francesco De Palma and Giuseppe Diana, "Why Should Southern Economies Stay in the Euro Zone? The Role of Labor Markets," *Economic Modelling*, Vol.43, 2014, pp.201-208.

⑤ Gabriel Fagan and Paul D. McNelis, "Sudden Stops in the Euro Area: Does Monetary Union Matter?" *Journal of International Money and Finance*, Vol.108, 2020, pp.1-18.

⑥ Enrique G. Mendoza, "Sudden Stops, Financial Crises and Leverage," *American Economic Review*, Vol.100, No.5, 2010, pp.1941-1966.

银行融资数据,结果发现这种融资可得性可以极大地缓解资本骤停给 GDP 和消费特别是投资带来的负面效应。不过长期看,这种融资只能带来有限的福利收益,因为给中央银行的外部融资可能造成过度借贷倾向、预防性储蓄下降,导致借贷约束增强,未来发生骤停的可能性进一步增加。

库代尔(Virginie Coudert)等从对均衡汇率的偏离和演变的角度评估欧元区成员国之间的异质性。<sup>①</sup> 由于成员国在加入欧元区后就放弃了自己的汇率,而均衡汇率意味着能够避免不可持续的内部失衡和外部失衡,所以它们使用均衡汇率的映射来判断欧元区成员国之间的差异和异质性,并据此分出两类国家。值得注意的是,这些国家在进入欧元区后并没有在结构上相互靠拢,而且差距还在加大。在欧元区建立的最初几年中,虽然巨量的资本流动支持了边缘国家的消费和房地产需求,推动了趋同过程,但没有提高它们的产能。2008 年的债务危机中止了这个债务推动的增长过程,并采取了很多措施来矫正宏观经济失衡,然而在共同财政政策方面却少有动作。因此,货币联盟不能如 OCA 内生性假说所预期的那样自动培育出实际趋同,需要对欧元治理进行重大改革才能保证统一货币的最优性,还要开辟渠道让欧盟的资金流入南方国家的有效率产业,推动其发展,并实现赶超和实际趋同。表 1 使用单位劳动成本来表征成员国有效汇率的结果也显示,成员国名义和实际有效汇率的趋异是欧元区一直面临的巨大挑战。

从上面的文献梳理中可以看出,在研究的内容上,针对欧元区的讨论实际上集中于如何看待成员国之间的差异以及造成趋同和趋异的原因上。在 2008 年国际金融危机爆发后,面对扩容,学界主要聚焦如何看待加入欧元区的《马斯特里赫特条约》标准,如何防止突击达标,实现实际趋同,以及严格遵守《马斯特里赫特条约》标准的趋同是否真正助益经济和货币一体化等问题。在 2008 年金融危机引发欧债危机后,国别差异昭然若揭,学界研究的重点就集中在评估现有成员国之间的差异/不对称性以及欧元创设以后是强化还是加剧了这种差异/不对称性影响的问题上。但是总体而言,欧元区的短期走势在很大程度上影响了学者的分析视角及其对欧元区发展的看法,而这正是本文试图突破的一个局限。

### 三 对欧元区成员国趋同与波动的一般说明

不论出于什么原因(突击达标的主观愿望驱动抑或经济周期偶然合拍导致的趋

<sup>①</sup> Virginie Coudert et al., "Heterogeneity within the Euro Area: New Insights into an Old Story," *Economic Modelling*, Vol.90, 2020, pp.428-444.

同),名义趋同只是一个必要条件。极端一点说,成员国之间的名义差异总是存在的,但是只要存在实际趋同,名义指标就会呈现收敛的趋势,一体化的运行就可以得到保证。即使受到外部冲击的影响,名义变量暂时呈现趋异的趋势,但只要存在实际趋同,最终会再度回到趋同的轨道上。因此,实际趋同才是保证经济和货币一体化的充分条件。

趋异肯定不利于经济和货币的一体化,但它只是国别经济结构差异造成的一个后果,所以比名义趋同更重要的是实际趋同。这就意味着我们应该把研究重点放在经济结构的差异问题上。因此,如何看待欧元区的国别差异现象,如何判断名义趋同或趋异背后的驱动因素,就成了分析欧元区的关键。

#### (一)成员国的结构性差异:欧元区内部的不对称性和异质性

欧元的核心在于欧洲中央银行体系。由于欧洲中央银行在制定货币政策时关注的是欧元区整体的经济形势,难以兼顾成员国层面的异质性,从而带来了一些潜在的问题。<sup>①</sup> 威肯斯(Michael Wickens)在 NOEM 模型的基础上,发现欧元区成员国的价格在长期内会趋异,并非最优货币区内生性假说所预期的价格趋同。<sup>②</sup> 虽然这个问题不能简单归咎于欧元区的货币政策机制,但如果忽视这个问题且未使用其他手段(如财政政策)加以纠正,就可能会影响到欧元区的长期存续。李(Jim Lee)讨论了在欧元区成员国经济状况存在较大差异情况下的最优货币政策设计。<sup>③</sup> 他的实证分析表明,统一的政策利率对于欧元区核心大国是最优的,然而对其他部分小国则未必如此。乔治亚迪斯(Georgios Georgiadis)研究发现,欧元区共同货币政策在成员国的传导存在不对称性,而这种不对称性就源于成员国经济结构特征的差异。<sup>④</sup>

具体来说,成员国经济结构的差异又表现为以下的问题。

#### (1)对货币政策的不同需求

最优货币区理论强调货币联盟可持续的必要条件之一是成员国之间的经济趋同,而这种趋同性不应仅仅限于周期的趋同和主要经济指标的同步性和趋同,更应包括经

<sup>①</sup> 本文实际上是拙作(孙杰:《主权债务危机与欧元区的不对称性》,载《欧洲研究》,2011年第1期,第30-57页)的扩展研究。那篇论文主要是从欧元区成员国经济规模的不对称性说明货币政策不对称性最终导致了财政政策的不对称性,并最终引发了个别成员国的主权债务危机。但是,作为一种典型的外生政策变量,财政政策受到了太多因素的影响,而这显然是一个更为艰巨的研究课题。所以,本文试图另辟蹊径,具体说明成员国之间的结构性差异如何造成它们对同一个外部冲击的异质性反应以及由此造成一体化进程的波动。

<sup>②</sup> Michael Wickens, "Is the Euro Sustainable?" *CEPR Discussion Papers*, No.6337, 2007, pp.1-89.

<sup>③</sup> Jim Lee, "Evaluating Monetary Policy of the Euro Area with Cross-country Heterogeneity: Evidence From a New Keynesian Model," *Economic Systems*, Vol.33, No.4, 2009, pp.325-343.

<sup>④</sup> Georgios Georgiadis, "Examining Asymmetries in the Transmission of Monetary Policy in the Euro Area: Evidence From a Mixed Cross-section Global VAR Model," *European Economic Review*, Vol.75, No.C, 2015, pp.195-215.

济结构的互补性逐渐增强。

《马斯特里赫特条约》以及后来的《稳定与增长公约》趋同标准的设立激励着成员国积极努力改善经济和财政状况,以期顺利创设和加入欧元区并保证欧元的平稳运行。表 1 显示,欧元区创始国在初期也的确呈现出通货膨胀率等名义指标逐渐趋同的情况,且大都运行在目标区间内。

然而,到 2008 年以后,在扩容和金融危机的双重冲击下,成员国之间的一些宏观经济指标却出现了持续的差异,暗示着前期名义指标趋同对实际经济趋同的促进作用可能微乎其微,不少名义变量的趋同也有所下降。在一些经济增长较快以及要素和产品市场流动性较低的成员国,所谓赶超型通货膨胀加之一些经济基本面的结构性因素不受欧洲央行的直接控制,使得欧元区的通货膨胀差异开始扩大。通货膨胀差异也导致实际供给、实际需求和货币政策对外部冲击的反应出现差异,反过来又增加了欧央行实施统一货币政策的难度,使其在为整个欧元区制定货币政策时无法兼顾所有成员国的利益,要达到各成员国通货膨胀趋同的目标自然困难重重。

## (2) 通货膨胀的差异及其原因

尽管通货膨胀指标是《马斯特里赫特条约》中一个直观的、受到各国重视的趋同指标,<sup>①</sup>但不可否认的一个事实是,在 2016 年以前欧元区成员国之间通货膨胀(包括核心通货膨胀)的差异一直非常明显,标准差接近一个百分点上下,这对于《马斯特里赫特条约》规定 3% 的标准来说已经是相当可观。以 2010 年 9 月为例,欧元区 12 国的通货膨胀平均值是 1.99%,而标准差却达到了 1.57 个百分点。其中德国的通货膨胀率为 1.2%,而希腊则高达 5.7%。就核心 HICP 而言,这 4 个指标(2010 年 9 月 12 国的通货膨胀平均值和标准差以及德国和希腊的通货膨胀率)则分别是 1.13%、1.18%、0.5% 和 3.2%,<sup>②</sup>差异同样明显。在统一货币体制和统一货币政策调控下,是什么因素导致了欧元区各经济体通货膨胀率的差异?

王玉柱将影响欧元区成员国之间通货膨胀差异的因素归纳为六个方面:<sup>③</sup>巴拉萨—萨缪尔森效应、不同的输入性通货膨胀、劳动力市场结构差异、各国不同的财政政策、不同经济周期和价格收敛效应。这些差异因素又可以分为三类:第一类是各成员国在初始时期的国别因素差异,如各国初始时期经济发达水平的差异所导致的巴拉萨—萨缪尔森效应和价格水平的差异所导致的价格收敛效应以及所谓的赶超型通货

<sup>①</sup> 就欧元区一体化而言,通货膨胀的趋同指标使用标准差要比规定一个 3% 的水平标准可能更有意义,只不过不是非常直观,对各国的实际约束力会比较弱。

<sup>②</sup> 根据 Wind 金融终端全球宏观数据库(EDBG)数据计算。

<sup>③</sup> 王玉柱:《欧元区通胀差异及对经济失衡的影响》,载《欧洲研究》,2013 年第 4 期,第 1-18 页。

膨胀;第二类是各国的政策因素,如各国财政政策的影响;第三类是各国本身经济状况和经济结构特征,如各国进出口产品结构不同所造成的输入性通货膨胀差异、市场结构差异以及在经济周期中所处阶段的不同。

### (3) 汇率传递的差异及其原因

统一货币意味着各国的区外出口面临的汇率风险是一样的,但由于欧元区各成员国经济结构的差异,使得相同汇率风险给经济活动造成的实际影响是不同的。

一般来说,产品竞争力越强的国家,其出口产品的价格受汇率波动的影响就越小。如果是产品竞争力不高的国家,其出口产品中食品和矿产品比重较高,制造品特别是机械运输产品的比重偏低,面临的国际市场竞争比较激烈,出口价格受汇率波动影响就比较大。另外,如果一个国家金融市场的发展水平越高,期货、期权等金融衍生工具越发达,则贸易受汇率波动的影响也越小。最后,经济发达程度不同,进口和出口的价格弹性也不一样,汇率传递的效果就有差异。

### (二) 统一货币后成员国的异质性造成分化加剧

2008年金融危机以来,欧元区制度缺陷是学界关注的一大重点。虽然从货币政策来说,欧元区是协调程度或者说一体化程度最高的经济体,但成员国的财政协调和经济趋同的监管问题一直存在。一体化条件下要素与产品流动的不平衡性造成了各国发展的不平衡性,也成为阻碍成员国之间趋同的重要障碍。对欧元区制度缺陷或实现货币一体化条件的分析都指向了一个共同问题,即成员国之间的经济结构差异使得它们在面临共同的外部冲击时对本国经济呈现出不同的影响,甚至相同政策对各国造成的影响也是不一样的,从而造成了趋异的问题。

一般而言,受经济危机影响比较严重的成员国大多经济基础相对薄弱,贸易逆差较大,产业结构单一,过度依靠第三产业<sup>①</sup>而非实体经济,特别是制造业竞争力不足,未能充分融入区域价值链,因而一体化程度较低。这种产业结构使得这些国家的经济在危机面前显得异常脆弱。由于一体化程度以及由此造成的经济形势不同,从融入欧元区中受益的程度也就高低不一。制造业发达的国家通常能保持经常项目盈余,且没有债务问题;制造业占比较高,且经济发展主要依靠本国资本的国家能保持基本的贸易顺差,即使有轻微的债务问题也大体可控,例如比利时、荷兰和奥地利等国;而制造业相对落后、国际竞争力较低的国家大多有比较沉重的债务负担,因而受到危机冲击时容易出现资本项目和经常项目双逆差,导致债务问题急剧恶化,如希腊。显然,不同

<sup>①</sup> 例如希腊经济高度依赖旅游业,虽然也能够与欧元区经济实现一定的联动和一体化,但是相比在区域价值链上实现深度融合的成员国(如比利时、奥地利和荷兰)来说,一体化的程度要低,联动性要差,时滞也要长,甚至与主要依靠现代服务业融入欧元区经济的卢森堡相比也明显不足。

国家具有不同的经济结构是普遍存在的客观现象,单纯分析这些差异并不能充分解释欧元区成员国经济分化的原因。因此,研究一体化货币政策对这些具有不同经济结构的成员国如何产生不同的经济影响就变得更加重要。

一方面,学界对货币一体化在促进贸易增长的问题上已经基本达成共识,但总量上的增长并不代表结构上的优化,更无法得出区内经济协调发展或共同增长的结论;另一方面,货币一体化带来的金融一体化效应也是影响区内经济协调发展的一个重要因素,即OCA内生性问题。从理论上说,资本会从经济实力较强的国家流入经济实力较弱的国家,即资本的确是向投资回报率更高的地方流动。<sup>①</sup>但从欧元区的实际情况看,特别是从区内主要国家(德国)在区内的直接投资看,由于受到经济环境和既有产业结构的制约,资本更多的是流入奥地利、荷兰和比利时,而流入希腊和葡萄牙等国的较少。这实际上可能向我们揭示出这样一个问题:一体化促进经济发展趋同的先决条件是有一定前提或门槛的。由于资本输出国也受益良多,欧元区内直接投资的分布实际上进一步加剧了成员国之间的趋异,特别是处于最发达和最不发达两端的成员国之间的趋异。

值得注意的是,即使受到危机的冲击,德国对奥地利、荷兰和比利时的直接投资也没有明显的下降,甚至略有上升。欧元区的扩容也没有造成分流。这可能意味着在金融危机和扩容的冲击下,欧元区成员国之间的趋异可能是由两种不同趋势造成的:发达国家或较发达国的持续增长和最不发达国的持续衰退。正是在此背景下,欧元区在经济危机下呈现出不是共进而是进退的分化。

### (三)最优货币区内生性假说是有条件的

最优货币区理论最初强调的是构建条件,例如经济结构、要素自由流动、金融一体化、开放程度、产品多样化、通货膨胀趋同、劳动力流动和工资弹性等,<sup>②</sup>都是暗含把达到最优货币区的条件看成事前或外生的。但此后出现的最优货币区内生性理论则反其道而行之,认为有关货币联盟事前需要具备的标准在一定程度上可以在事后逐渐得到满足,例如统一货币有助于内生出统一的劳动市场,有助于区内金融市场的一体化,

<sup>①</sup> 有研究欧元区一体化的文献指出,欧元区内资本从经济实力较强的国家流入经济实力较弱的成员国的特征明显。但在实践上却暗含了一个问题,即在外围投资环境较好的情况下,资本的确是向投资回报率更高的地方流动,就是向经济基础较弱的南部欧元区流动,使其投资增加,促进经济发展和区域经济一体化;相反,当外部投资环境恶化时,资本就可能回流,从而对资本流出的那些国家的经济造成巨大冲击,区域经济就会出现趋异现象。这种分析在逻辑上是成立的,在理论上也是有依据的,但从德国在欧元区内直接投资的情况看却并非如此。

<sup>②</sup> 在有关OCA创设条件的研究中,尽管出现了从多个角度分析的成果,但是蒙代尔以美加为例阐述经济结构趋同的理论是最先提出的,也因此获得了诺贝尔奖。从理论上讲,经济结构的趋同可能是OCA创设最核心的条件。从其他角度展开的研究,如要素自由流动、金融一体化、开放程度、产品多样化、通货膨胀趋同、劳动力流动和工资弹性等,都是建立在此基础之上的。

甚至内生出区内产业内分工,推动实际趋同,从而有助于在遭到冲击时经济出现同步波动。<sup>①</sup> 这种理论假说背后的基本逻辑是只要要素和货物在区域内可以自由流动,经济差异就会得到收敛。

对欧元区一体化中经济指标收敛的研究还可以借鉴经济增长研究中  $\alpha$  收敛和  $\beta$  收敛的概念。前者是指成员国经济指标标准差的下降,后者则可以分为绝对收敛和条件收敛。绝对收敛是这些指标的均值回归趋势,而条件收敛则是考虑到不同结构因素影响以后的均值回归趋势,包括要素结构、贸易结构和对外投资等。一般来说,条件收敛更能准确反映现实经济一体化的情形。

如果单纯地按照人均 GDP 增长率作为发展程度的标志来看成员国之间是否存在绝对  $\beta$  收敛,可通过对 CEIC 数据库中相关数据进行处理后发现(数据备索),不论在欧元区创设前,还是在欧元区成立后的黄金时期、危机冲击时期,抑或是危机后的恢复期,也不论是人均 GDP 处于两极的国家(卢森堡和希腊),<sup>②</sup>抑或是印象中处于发展两极的国家(德国和希腊),都看不出比较明显的均值回归趋势。例如单纯从数据上看,人均 GDP 最高的卢森堡在四个阶段都很难说是增长率最低的(这可能恰恰是卢森堡特殊的经济结构造成的),而对于希腊来说,虽然在危机前是增长率最高的,但危机后反而成为最低的。相反,德国在危机前是增长最低的,但是在危机后表现出非常明显的韧性。因此,我们很难说存在绝对  $\beta$  收敛,而其中的原因可能就在于结构性因素的制约。

通过对欧元区国家加入欧元区前十年经济的绝对收敛与包含结构特征的条件收敛进行分析,李昕发现,货币统一仅对欧元区国家表现出弱的条件  $\beta$  收敛。<sup>③</sup> 具体来说,虽然交易成本的降低有助于促进区内各国的贸易依存,但是成员国总体贸易水平没有出现明显增长。这意味着欧元创设以后可能仅仅通过交易成本的下降带来了贸易替代效应而贸易创造却并不明显。欧元区统一的基准利率使得资本定价更容易表现出实际收益率的差异,从而有利于资本流动,相比劳动流动可能更明显地促进了成员国之间的经济收敛。由于迁移和培训成本的影响,劳动力流动受到制约,进而造成劳动价格没有出现收敛,以单位劳动成本表征的各国有效汇率和外部竞争力呈现非收敛的状态。其经验研究发现,要素结构表现出强的条件收敛。最终使得经济增长向自

<sup>①</sup> Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *The Economic Journal*, Vol.108, 1998, pp.1009-1025.

<sup>②</sup> 此处笔者没有考虑处于特殊发展阶段及作为转轨经济体的新成员国。这些转轨国家大多人均收入水平较低,但它们的增长速度一度非常快,且那时还不是欧元区的成员国。这些国家人均 GDP 的增长速度在 2008 年金融危机以后才逐渐趋于正常。

<sup>③</sup> 李昕:《统一货币能否“内生”经济一体化?——基于欧元区的实验研究》,第 142-150 页。

身稳态收敛的原因还是在于通过贸易和投资实现的技术转移和扩散,这与新古典经济增长理论的预期一致。

#### 四 趋同和趋异交替变化的一种理论逻辑:生产率冲击

正如表 1 显示的那样,趋同可以用很多指标从不同的角度进行度量,也可以用  $\alpha$  收敛和  $\beta$  收敛的框架进行分析;还可以区分出名义趋同和实际趋同,进行条件收敛的分析,以便发现驱动一体化趋同的动力。而且我们应该认识到,趋同是一种变化趋势,一体化则是趋同的结果。

如果说名义趋同意味着《马斯特里赫特条约》规定的主要指标的趋同,而实际趋同就应该意味着经济结构、政策传导机制、经济增长模式、经济周期波动和对外部冲击的反应趋同,进而对宏观经济政策的需求相同,那么完美的趋同和一体化本身是不再有宏观经济政策协调的需求而处于一种政策和谐的状态。相反,如果对宏观经济政策的需求不同或存在宏观经济政策协调的需求,则说明一定存在着实际经济差异。在这个意义上,统一货币区的核心就在于各国经济结构和经济周期的实质趋同,以便保证统一的货币政策能够适合所有成员国宏观经济调整的需要。<sup>①</sup> 欧元区显然还不是这样一种完美状态。

应该看到,《马斯特里赫特条约》单纯强调的欧元区标准仅仅是一个静态的趋同指标,并不一定是一种可持续的趋势或一体化状态,只是在实现一体化过程中的一种必要条件而不是充分条件。突击达标的努力可以在短期内对指标造成影响,甚至偶然的经济周期同步性也可能呈现出指标趋同,但是只有实际的经济趋同才能持久保证一体化的趋势。不论是否接受或者认可最优货币区内生性假说,它都强调了贸易流特别是中间品贸易和区域生产网络发展在经济一体化中发挥的作用。如果贸易联系是强化一体化趋势的直接因素,那么从长远看,推动中间品贸易和区域生产网络发展的则是 FDI。贸易流只是一种载体性的结果,推动中间品贸易和区域生产网络发展的 FDI 才是驱动和维持经济一体化的深层次动因。一些经验研究强调人均收入水平对经济趋同和一体化表征的作用,其背后的基础逻辑就是生产率的趋同。这是因为生产率的趋同带来生活水平的趋同,并且最终表现为需求结构和市场结构的趋同。正如从长期看,由收入水平决定的需求弹性对国际收支的影响要超过汇率变动的影

<sup>①</sup> 当然,组建和加入欧元区本身说明各国已经认同统一货币能够提升成员国的福利水平,并有利于长期发展的理念。在这个动机和目标的认知上,趋同和一体化与宏观经济政策协调就是一致的。



带来的生产率趋同对实际经济趋同的影响要比贸易的影响更重要,而指标趋同仅仅是这些因素影响后表现出来的结果。

组建或加入欧元区的初衷是本国福利水平的最大化,而欧元区在运行中所面临的挑战主要是不对称冲击。这些冲击可以归结为生产率冲击(包括国际金融危机和疫情最终也都会影响到生产率),主要体现为价格的冲击,并且经过贸易联系实现国别传导。仅就这个传导渠道看,按照坎佐内(Matthew B. Canzoneri)等人研究中有关宏观经济政策国际协调基准模型的分析思路,<sup>①</sup>各国贸易结构的差别决定了进口品价格冲击对国内价格水平的影响程度,也会通过本国的出口品价格变动影响国外的价格水平,进而影响到各国的福利水平,而福利水平的变化又会影响到各国的劳动供给和产出,最后在新的水平上达到稳态均衡。新的均衡会偏离原有的均衡水平,而且由于国外(如德国)生产率提高造成的价格下降通过贸易传导到国内(如希腊),导致福利上升,在国内重新达到稳态均衡后,由于劳动努力(labor effort)下降造成产出水平下降,因而使得受到生产力冲击的国家经济增长下降,从而在欧元区成员国之间呈现出趋异的走势。<sup>②</sup>

在新的稳态均衡水平上,各国依据价格的变化调整劳动供给以便最大化福利水平,<sup>③</sup>结果各国的产出水平就发生了变化,并且价格水平的变化在各国也是不同的。生产率提升后使出口竞争力提高的国家实现了贸易盈余,而贸易盈余意味着产出增加。此时,统一的货币政策就可能与维持稳定增长的政策需求发生冲突。那些受到生产率冲击因而产出下降的国家本来需要货币政策扩张的刺激,如果实施统一的货币政策就可能变成了一种桎梏;那些生产率得到提高因而产出增长的国家受到的政策压力就相对小一些。<sup>④</sup>

如果将贸易流作为形成欧元区内各成员国之间价格差异的主要传导渠道,那么在这个传导过程中,各国经济结构的异质性对传导效果产生很大的影响:面对同样的生

---

<sup>①</sup> Matthew B. Canzoneri, Robert E. Cumby and Behzad T. Diba, "The Need for International Policy Coordination: What's Old, What's New, What's yet to Come?" *Journal of International Economics*, Vol.66, 2005, pp.363-384.

<sup>②</sup> 在这个两国模型中,笔者只说明了受到生产率冲击影响的国家(希腊)遭受负向影响而造成趋异的机制,但没有分析生产率提高的国家(德国)受到正向影响而造成趋异的机制。

<sup>③</sup> 在最简单的居民效用函数中,效用取决于消费量、价格、劳动供给、工资、对当期消费的节俭程度以及对劳动负效用的厌恶程度。一般而言,短期内我们可以假定工资、消费的节俭程度和对劳动的厌恶程度不变,这样,当价格变化造成消费量变化以后,就可以通过调整劳动供给实现居民效用的最大化。

<sup>④</sup> 更具体地说,那些受到生产率冲击的国家同时出现了价格下降和产出下降,只要货币政策宽松就可以同时满足这两个宏观调节的目标,因此政策决策明确。而对于生产率提升的国家来说,则出现了产出上升和价格下降。此时,宽松的货币政策可以稳定价格,但却会加剧经济过热,政策目标出现矛盾,或许货币政策按兵不动就是上策,因此调整政策的压力相对较小。

产率冲击,各国由于贸易结构的不同导致本国价格受到的影响存在差异。显然,贸易品在国内消费中的比重影响越大,国内价格水平受到的影响也越大,进而对产出的影响也越大。<sup>①</sup>下文通过简化的抽象模型显示冲击的原理,而没有使用经验数据来计量实际的影响。

笔者使用的理论逻辑借鉴了坎佐内等人的框架思路,并进行了大幅度的简化和调整。在这个两国模型中(可以设想本国是希腊、外国是德国),本国和外国都存在贸易品部门和非贸易品部门,且贸易品部门还分国内销售和国外销售两部分。这样,当贸易部门出现生产率冲击时,国内和出口的生产率受到的影响是相同的,也就是说  $Z_D = Z_E, Z_D^* = Z_E^*$ 。在这里,每单位劳动产出非贸易品  $Z_N$ ,国内销售贸易品  $Z_D$  以及出口贸易品  $Z_E$ 。 $Z_N^*$ 、 $Z_D^*$  和  $Z_E^*$  分别代表国外的变量。

每个家户都生产为国内和国外销售的贸易品  $Y_D(h)$  和  $Y_E(h)$  以及非贸易品  $Y_N(h)$ 。这样,家户  $h$  的效用函数就是:

$$U(h) = C(h) - [Y_D(h)/Z_D + Y_E(h)/Z_E + Y_N(h)/Z_N] \quad (1)$$

其中, $Y_j(h)/Z_j$  是家户  $h$  在部门  $j(j=D, E, N)$  投入的劳动。

在这里,家户的消费构成有三部分:进口的贸易品  $C_E^*$ 、国内生产的贸易品  $C_D$  和国内生产的非贸易品  $C_N$ 。我们假定本国和外国的消费结构是不同的:<sup>②</sup>本国居民在  $C_E^*$ 、 $C_D$  和  $C_N$  上的消费比例是 3:2:1,外国的消费构成是 1:2:3。<sup>③</sup>这样,消费的产品组合就是:

$$\begin{aligned} C &= C_E^{*3/6} C_D^{2/6} C_N^{1/6} \\ C^* &= C_E^{1/6} C_D^{2/6} C_N^{3/6} \end{aligned} \quad (2)$$

国内和外国的消费者价格指数是:

$$\begin{aligned} P &= 6 P_E^{*3/6} P_D^{2/6} P_N^{1/6} \\ P^* &= 6 P_E^{1/6} P_D^{2/6} P_N^{3/6} \end{aligned} \quad (3)$$

而对两国的消费者来说,消费组合成本最小也就意味着:

① 除了贸易之外,开放的部门结构也会产生影响,例如是货物贸易还是服务贸易。一般来说,由于货物贸易的收入弹性低,而旅游等服务贸易的收入弹性高,因此受冲击的反应速度是不一样的。与上文对待时滞的考虑一样,为了简化分析,在模型中也不考虑这个因素,可以作为影响因素对模型的最后结果进行粗略的调整。

② 在此处,我们还有一个暗含的假定,就是在两国经常项目平衡且两国进口品在总消费中占比不同的情况,实际就意味着两国的经济规模不等。在这个模型中,只有外国的经济规模明显大于本国,在本国进口等于本国出口且等于外国进口的情况下,进口品在两国总消费中的占比才可能不同。

③ 实际的数据是,在 2000-2019 年的 20 年间,德国从希腊进口的消费品总额仅占德国家庭消费支出总额的 0.07%,而希腊从德国进口的消费品总额占希腊家庭消费支出总额的 1.48%,高出 21 倍,远远大于我们在两国模型中假设的 6 倍。当然,希腊从德国进口的消费品总额占希腊家庭消费支出总额的 1.48% 的占比远低于我们在模型中的假定,这只是为了让不对称的效应表现得明显而已。

$$P_E^* C_E^* = 3/6PC、P_D C_D = 2/6PC、P_N C_N = 1/6PC$$

$$P_E C_E = 1/6P^* C^*、P_D^* C_D^* = 2/6P^* C^*、P_N^* C_N^* = 3/6 P^* C^* \quad (4)$$

即消费者在每个部门产品上的开支在家庭总支出中的占比与消费结构相一致。

在经常项目平衡的情况下,家户 h 的预算约束就是:

$$PC(h) = P_D(h)Y_D(h)+P_E(h)Y_E(h)+P_N(h)Y_N(h) \quad (5)$$

在方程 5 的约束下,家户通过选择  $C(h)$ 、 $P_D(h)$ 、 $P_E(h)$  和  $P_N(h)$  使方程(1)达到最大化。

在价格是弹性的情况下,家户在设定价格后就能感受到生产率冲击的价值。同时我们假定家户是按照统一货币进行标价的。<sup>①</sup> 国外家户的情况也是类似的。由于每个国家中的家户一阶条件都是一样的,我们可以得到一个对称的均衡。在这个对称的均衡中,可以将家户变量视为加总变量:

$$C_j(h) = C_j = Y_j = Y_j(h) \quad C_E^*(h) = C_E^* = Y_E^*(h^*) \quad j = N, D$$

$$C_j(h^*) = C_j = Y_j = Y_j(h) \quad C_E(h^*) = C_E = Y_E(h) \quad J = N^*, D^*$$

在统一货币的情况下,用统一货币标价的本国价格就可以直接表示为国外价格:

$$P_E^* C_E^* = P_E C_E \quad (6)$$

从下面的方程组可以计算出弹性价格下的均衡:

$$PC = 2P_E^* C_E^* = 3P_D C_D = 6P_N C_N \text{ 以及 } P^* C^* = 6P_E C_E = 3P_D^* C_D^* = 2P_N^* C_N^* \quad (7)$$

$$M = PC \text{ 以及 } M^* = P^* C^* \quad (8)$$

现在我们假定出现生产率冲击。在一期劳动供给不变的情况下,外国贸易品和非贸易品的生产率提高了一倍,产量也提高了一倍。由于生产率的部门冲击是完美关联的,因此在外国劳动努力不变的情况下,产出、消费和福利都增加了一倍,价格水平则下降到原来的一半。由于  $P_E^*$  下降到原来的一半,且本国的价格指数构成是  $P = 6P_E^{3/6} P_D^{2/6} P_N^{1/6}$ ,结果本国的价格水平将下降 1/4,福利增加 1/4。<sup>②</sup> 显然,外国的生产率冲击虽然使得国内外的福利都得到了提高,但是福利提高的差异明显,国外价格水平的下降、福利和产出(经济增长)的提升幅度明显都超过本国,从而造成统一货币区内成员国之间在经济增长和通货膨胀指标上的趋异。

在正常情况下,各国中央银行货币政策的目标是维持物价稳定,因此对于本国和外国的中央银行而言,本国的货币扩张力度将低于外国。但是在统一货币区的条件

<sup>①</sup> 有时这也被称作“生产者货币定价”。反过来说,是“消费者货币定价”,也就是家户用消费者适用的货币定价。

<sup>②</sup> 如果考虑到本国生产和外国生产的贸易品之间的替代效应,也就是本国进口份额上升,则本国价格水平的下降和福利水平上升的幅度会更加明显,但是国际收支也将出现失衡。

下,两国执行统一的货币政策,也将依据货币区内的总体经济形势来决定。这样,欧元区货币政策的刺激程度就高于本国的扩张需求,<sup>①</sup>从而更有利于本国的经济并逐渐缩小与外国的增长差距。也就是说,这意味着在出现生产率冲击以后,只要国际经济环境平稳,没有新的冲击,原来的冲击导致的趋异会逐渐消失,慢慢恢复到趋同的轨道上。

前面的分析主要是以 2010 年希腊主权债务危机为背景,但是如果考虑到 2012-2013 年意大利国债收益率的些微上升给欧元区稳定带来的冲击,我们就要回到坎佐内等以及奥伯斯法尔德(Maurice Obstfeld)和罗格夫(Kenneth Rogoff)等有关宏观经济政策国际协调的经典文献分析框架。<sup>②</sup> 在那些文献中,假定两国的经济规模相同,而且经济和贸易结构大致相似。这样,在两国经济规模大致相同的情况下(如德国和法国或意大利),生产率冲击后统一货币政策的不对称效应也不会那么明显,但是最终还是回到趋同的轨道。

## 五 从国别视角看趋同:一体化的驱动因素

从表 1 中可以看到,欧元区成立以后,成员国之间在通货膨胀、经济增长率、人均 GDP 增速和劳动生产率(小时 GDP 产出增长率)等主要经济基本面指标的标准差方面都呈现出相比欧元区成立前明显的趋同趋势。但是在 2008 年国际金融危机和欧元区扩容的冲击下,这些经济基本面指标却呈现出趋异状态。然而在 8 年后,当这些冲击逐渐消失,成员国再次呈现趋同的趋势,显示了欧元区顽强的生命力。对于这其中的机制,笔者在上一节从理论逻辑上进行了说明。

应该指出的是,与 OCA 内生性假说所依据的产业内贸易不同,本文展示的逻辑更具有一般性,即趋同不一定需要紧密的产业内贸易联系,从而具有更强的适用性和解释力。这不仅可以说明彼此间贸易关系紧密的国家,也可以解释贸易关系不那么紧密的国家。笔者仅仅做出了必要的假定,即存在国外的生产率冲击,造成国别异质性的核心在此处仅是指各国对外贸易的比重。<sup>③</sup> 作为展开分析的第一步,先假定贸易的开

<sup>①</sup> 本国和外国在统一货币区的 GDP 占比差距越大,这种不对称的效应就会越明显。事实上,在 2019 年第四季度,德国 GDP 的规模是希腊的 19.2 倍,因此差距和不对称效应相当明显。

<sup>②</sup> See Matthew B. Canzoneri, Robert E. Cumby and Behzad T. Diba, "The Need for International Policy Coordination: What's Old, What's New, What's yet to Come?" pp.363-384; Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, No.2, 2002, pp. 503-535.

<sup>③</sup> 和一般的经济分析一样,我们在这里假定存在弹性价格,同时考虑到统一货币区的特征,就不考虑标价货币和汇率问题,更不涉及关税。

放程度是最重要的传导机制。<sup>①</sup>

从 OCA 内生性假说最看重的产业内贸易(中间品贸易)看,根据对世界银行 wits 数据库相关数据的分析(数据备索),欧元区各成员国之间的差异很大。首先,就 GDP 的区内占比和中间品贸易的区内占比相对而言,比利时明显比其他成员国高,荷兰在欧元区成立以后也越来越高,意味着这两个国家比较深入地融入欧元区内的生产网络中,而希腊则表现出略为明显的脱节。<sup>②</sup> 在新成员国中,塞浦路斯的脱节趋势也很明显,但是拉脱维亚、立陶宛、斯洛文尼亚和斯洛伐克虽然总量占比不高,在产业链方面却呈现出明显的融入趋势。其次,从各成员国区内中间品贸易对其区内总贸易的占比,或者各成员国区内总贸易对其总贸易的占比来看各国经济对欧元区的融入情况,显然比利时、奥地利、荷兰与欧元区贸易和经济联系更加紧密,<sup>③</sup>而希腊则表现出逐渐疏远的特征。在新成员国中,塞浦路斯和拉脱维亚在努力强化欧元区内的产业链合作,立陶宛、斯洛文尼亚和斯洛伐克则维持了较密切的合作关系。最后,从各成员国区内中间品贸易及区内贸易对其 GDP 之比,也就是参与区内价值链对本国经济的拉动作用看,比利时最为明显,荷兰与奥地利也呈现出强化趋势,而对希腊的拉动最弱。在这方面,最明显的还是对新成员国的拉动,斯洛伐克、斯洛文尼亚、拉脱维亚和立陶宛表现得最为突出。

至此,我们可以得到一个基本结论:从与欧元区的贸易及经济合作,以及加入欧元区对本国经济的拉动作用看,比利时和希腊处于比较明显的两个极端,<sup>④</sup>而且在新成员国之间也呈现出两极分化的趋势。<sup>⑤</sup> 由于这些新成员国的经济规模都不大,在欧元区一体化的环境中,小国相对而言更加开放,也因此更容易获得收益。<sup>⑥</sup> 当然,这也取决于这些小国的具体情况,例如它们的经济结构以及在区内的贸易优势是不是能够很

---

① 欧元区的数据表明,区域内的 FDI 和权益投资是一种与贸易不同的趋同强化渠道。另外,与我们的直觉相一致,组合投资表现出了与 FDI 和直接权益投资不同的波动规律,说明其驱动因素与实体经济相距较远。

② 由于卢森堡经济主要以金融服务业为主,西班牙和葡萄牙的旅游业也具有比较重要的地位,在欧元区中表现出较大的特殊性,因此不作为本文的分析重点。虽然希腊的旅游业也具有重要的地位,不过其制造业相对更弱,所以笔者把它作为一个极端案例和德国进行对比分析。

③ 由于卢森堡经济主要以金融服务业为主,主要通过服务业来融入欧元区经济,但是金融服务与欧元区协同的时滞又明显小于希腊等主要通过旅游业与欧元区协同的时滞,因而不是这里的分析重点。

④ 此外,比利时、奥地利、荷兰和爱尔兰等国的经济也较深地融入欧元区生产网络中,卢森堡、葡萄牙和西班牙以制造业和服务业混合的方式融入进来。德国、法国和意大利则表现出比较明显的大国特征,即它们的区内贸易绝对量在欧元区影响很大,但是相对它们各自的 GDP 占比却没有那么高。这意味着作为区内大国,它们对欧元区一体化的影响很大,但相比之下,欧元区经济的一体化却对其本国经济的影响没有那么显著。

⑤ 这里实际上暗示着一个问题,即当年对欧元区扩大讨论中担心的趋同问题其实在欧元区创始国之间也是同样存在的。换言之,欧元区不扩容也一样面临危机中趋异的挑战。

⑥ 尽管一些小国,特别是经济发展相对落后的小国在欧元区内的生产网络中处于附加值较少的低端,因而可能从区域合作中获益较少,但从各成员国 GDP 区内占比的变化看,2019 年与 1999 年相比,小国的占比在上升而大国的占比在下降。从这个意义上说,小国加入欧元区的确就是受益者。

好地契合并由此融入欧元区的产业内贸易中。

从国别角度来说,比利时作为欧元区创始国就是一个典型的例子:GDP 在区内占比不高,但其区内中间品贸易占其欧元区内贸易总额之比持续处于高位,在欧元创设以来始终超过 50%;其区内中间品贸易对自身 GDP 占比相比其他成员国明显要高很多,达到 40%以上。显然,在这个意义上,比利时与欧元区的实际经济一体化程度很高,并且对本国经济影响很大,或者说是欧元区经济一体化的主要受益者。但是,就欧元区中间品贸易的绝对水平来说,比利时的区内中间品贸易额低于德国、法国和意大利这三个主要成员国,对欧元区整体经济一体化的影响不是非常显著。这主要还是因为比利时作为小国的地位决定的,但它可以从小成员国的产业链合作中有效推动自身的发展。比利时的例子事实上正是很多小成员国试图通过加入欧元区而助力本国经济的预期情景。

欧元区的差异还体现在,相比各成员国中间品贸易在欧元区中间品总贸易中的份额(各国对欧元区一体化的影响)以及各成员国中间品贸易对各国 GDP 的比例(各国参与一体化对自身经济的拉动)而言,各成员国区内贸易占各国总贸易量的比重(各国与欧元区的贸易联系)要平衡得多。这意味着仅仅从贸易角度看,各成员国之间的区内贸易联系程度都比较接近,但是各国参与中间品贸易份额的差异体现出成员国在欧元区经济实际融合中的作用有明显的区别,甚至实际的经济融合与一体化对各国经济增长的影响也有明显的差距。结果,成员国之间在深度的贸易一体化水平以及成员国之间的经济周期同步性方面还存在很大的差异。

对 Wind 金融终端中相关指标的分析显示(数据备案),能否更深入地融入欧元区的生产网络中,不仅仅取决于成员国的意愿和政策选择,更受到自身经济结构的制约。我们依然可以用比利时和希腊这两个处于极端状态中的小国作为案例进行说明。不论是从工业增加值占 GDP 中的比重还是商品贸易占 GDP 的比重看,比利时都远远高于希腊,这意味着工业和制造业在比利时经济中的地位要远比希腊重要。由于融入欧元区生产网络的程度不同,各成员国(不仅是在大国与小国之间,而且在同为小国的成员国之间,如比利时和希腊)参与一体化的相对收益也都是不一样的。比利时从欧元区的一体化中受益很大,但希腊的受益很小。对于希腊来说,服务业等非贸易品在国内经济中占比很大,难以方便快捷地融入欧元区的生产网络。<sup>①</sup>类似的情况也出现在新成员国之间。由于斯洛伐克和斯洛文尼亚的经济结构中制造业比重比较大,所以

<sup>①</sup> 以旅游业而不是以制造业为主的希腊经济最终也会从欧元区一体化中受益,但是与直接融入欧元区的生产网络相比,依靠旅游业实现与欧元区的联动就不那么直接,时滞会比较长。

融入欧元区价值链具备客观条件,因而获得的收益也比较多。

对于整个欧元区的经济一体化过程而言,不少小国的中间品贸易额占本国 GDP 之比很高,对本国经济增长的驱动力明显,但是由于其贸易绝对水平及其在区内的占比并不是很高,且贸易对手还主要是像德国、法国、意大利、西班牙和荷兰这样的区内大国,所以推动欧元区经济一体化的真正动力并非来自这些区内小国。反过来就区内大国而言,虽然中间品贸易对自身 GDP 的占比不高,但其贸易的绝对值在区内占比高,因此实际上是推动区内一体化的主要动力。另外,对于它们来说,虽然得自贸易以及区域一体化的绝对收益很大,但对于其 GDP 和经济增长而言的相对收益和驱动却不明显。

在此,还有必要就欧元区区内大国和小国的差异及影响做一点说明。本文将欧元区成员国根据发展程度和国家大小分为三类:德国、法国和意大利这三个主导国家,其他欧元区创始国以及 2007 年扩容以后的新成员国。这三类国家的经济发达程度是依次递减的。从规模上看也是依次递减的,德、法、意三国 GDP 就占欧元区 GDP 的 64%,其他 9 个创始国占 33%,新成员国大约仅占 3%。有意思的是,不论从主要的名义趋同指标(核心通货膨胀率)还是最主要的实际趋同指标(以单位劳动成本指数表征的实际有效汇率)看,这三类国家的趋同情况也是依次递减的(见表 2)<sup>①</sup>。毫无疑问,不论是从对欧元区趋同的驱动看,还是从对欧元区整个趋同趋势的影响来说,德、法、意三国的影响明显大于其他创始国,而其他创始国的影响又明显大于新成员国。这种情况就决定了欧元区总的形势是由大国决定的,并且是稳定趋同的,但是小国的趋异又对欧元区的稳定存续构成威胁。

贸易,特别是对于产业链贸易的发展而言,常常是与 FDI 的发展联系在一起的。FDI 不仅是构建区域产业链的动力,更是推动区域经济一体化的实质因素。在这方面,德国、法国、意大利、西班牙和荷兰等区内的大国无疑具有重要的作用,因此也是本文分析欧元区内 FDI 的重点。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 仅在 2016-2019 年间,新成员国的有效汇率趋同强于其他创始国。

<sup>②</sup> 此处也是直接借鉴了李昕的研究结论,即最终使得经济增长向自身稳态收敛的原因还是在于通过贸易和投资实现的技术转移和扩散。

表 2 欧元区不同类型国家的名义趋同与实际趋同(标准差)

通货膨胀(核心 HICP)	德国、法国、意大利	其他创始国	新成员国
2000-2007 年	0.57(0.36)	0.90(0.39)	2.30(0.82)
2008-2015 年	0.43(0.33)	1.06(0.87)	1.29(0.90)
2016-2019 年	0.38(0.45)	0.59(0.58)	0.79(1.38)
模拟实际有效汇率(单位劳动成本指数)	德国、法国、意大利	其他创始国	新成员国
1996-1998 年	0.0146(0.0144)	0.0210(0.0207)	0.0365(0.0360)
1999-2007 年	0.0152(0.0153)	0.0335(0.0340)	0.0401(0.0414)
2008-2015 年	0.0327(0.0323)	0.0622(0.0626)	0.0648(0.0663)
2016-2019 年	0.0170(0.0168)	0.1073(0.1142)	0.0594(0.0588)

资料来源:根据 Wind 金融终端和 CEIC 数据库计算。

注:指数以 1999 年为基准。几个时间段内的数值全部是各组单位劳动成本指数标准差和标准差系数的算术平均值。受到数据可得性的限制,两组数据的分段略有不同。

对 OECD 数据库中相关指标的分析显示(数据备索),在 2005-2007 年、2008-2015 年以及 2016-2019 年这三个时期内,<sup>①</sup>德国、法国、意大利和荷兰在区内的 FDI 整体上看都是在不断增长的,也就是说,对欧元区的产业链贸易与实际一体化具有直接的推动作用。从国别大体上也可以看出,接受 FDI 较多的国家,如比利时、荷兰和奥地利在实际一体化方面都比较成功。相反,希腊接受的 FDI 变化不显著,必然影响到其与欧元区的实际一体化。<sup>②</sup> 尽管在欧元区成立以后,对希腊的区内 FDI 也开始增加,但由于其经济的结构特点及其在欧元区经济中的定位,使得以制造业为主的区内 FDI 并不是以希腊为重点。值得注意的是,尽管新成员国获得的 FDI 也有所增加,但是相对于它们自身的经济规模而言却并不显著,接受的 FDI 总量占比也不高。

至此可以看出,对于欧元区的一体化进程而言,最重要的推动因素来自大国的影响,但是小国能否融入一体化则决定了欧元区内部的差异。正如我们已经看到的,对于小国来说,它们从欧元区获得的收益是不同的,经济发展形势也呈现出明显的差异。受益比较大的小国因此呈现与大国的趋同趋势(如比利时和奥地利),而相对落后的国家(如希腊)则呈现趋异状态,甚至出现各种危机。结果,它们能否继续留在欧元区,或者说欧元区会不会分裂或续存,就成为人们热议的话题。当然,在大国之间类似

<sup>①</sup> 由于在 OECD 数据库中,西班牙的同口径相关数据是从 2013 年到 2019 年,而其他几个大国的数据都是从 2005 年开始的,所以这里只用四个大国的 FDI 数据进行说明,也足以反映欧元区内 FDI 的主要趋势。另外,由于数据的限制,在这里只使用了 3 个时段,主要省去了欧元区创设前的情况。

<sup>②</sup> 从德国在欧元区的实际权益投资情况看,与 FDI 的趋势大体相同,整体也呈现增长,是推动区内实际趋同的驱动因素,只是总体水平明显低于 FDI。



的问题也会出现,但总体而言并不是十分严重。<sup>①</sup>

毫无疑问,劳动生产率的趋同是成员国之间实际趋同最重要的基础性因素。尽管劳动生产率受到多方面因素的影响,因而变化趋势比较复杂,<sup>②</sup>造成 FDI 与作为实际经济一体化重要标志的劳动生产率变化不会总是完全合拍,但可以大致看出两者之间的互动趋势。

如果以每工作小时的 GDP 产出来代表的劳动生产率看(数据备案),欧元区的创设并没有带来劳动生产率的提高。应该说,作为发达经济体,欧元区总体的劳动生产率呈现出不断下降的趋势不足为怪,但是各成员国劳动生产率的标准差却显示欧元区促进了趋同但危机加剧趋异的一般趋势。从本文重点关注的德国和希腊的情况看,在欧元区成立以后,德国的劳动生产率增长略有下降而希腊的劳动生产率增长没有显著变化。但是在经历金融危机的冲击以后,德国虽然出现明显的下降,但是希腊却进入持续的负增长,显示出国别的异质性。

最后,从对统一货币区至关重要的各成员国模拟的有效汇率变化看,真正的挑战也许还仅仅显露了一种趋势。无论从哪个角度看,各国名义有效汇率变化的差异都非常明显。如果以 1999 年欧元问世时作为基准,以单位劳动成本代表的(数据备案)、由各成员国实际经济形势决定的模拟汇率<sup>③</sup>定基指数的变化(不论是名义值还是实际值)来看,标准差都在不断增长。

毫无疑问,对于欧元区的存续而言,成员国之间模拟汇率的离散变化至关重要,实际上反映了成员国之间经济基本面的差异正在不断扩大,经济一体化的程度不是在提高而是在下降,或者说为了同时维持内部平衡和外部平衡的成本和难度在上升。尽管我们常用的经济基本面指标的离散程度自欧元区成立以来一直在波动,但是各成员国模拟汇率指数离散程度不断上升的情况只能说明比起《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》所规定的那些趋同指标来说,实际趋同更加重要,欧元区的形势也更加

---

<sup>①</sup> 在此需要指出的是,在计算成员国的这些标准差时,一般不会考虑到国家规模的影响因素。因此,一两个小国的偏离就可能带来标准差的明显上升。尽管小国的趋异也会给欧元区的一体化造成震荡,例如爱尔兰和希腊,但是只要有足够的政治决心给予救助(不考虑由此产生的道德风险),并不会给欧元区的发展带来致命的威胁。相反,如果某一个大国出现哪怕不那么严重的偏离,如 2012-2013 年间意大利国债收益率的微弱上升,都会给欧元区和市场的稳定带来明显的冲击。在这个意义上,关注大国的偏离,哪怕是微弱的偏离,也都具有更重要的现实意义。

<sup>②</sup> 例如这次疫情重创了经济活动,但美国的劳动生产率却出现了异常增长就是一个例子。

<sup>③</sup> 在使用类似方法进行分析的相关文献中,比较有代表性的论文是 Martin Berka, Michael B. Devereux and Charles Engel, "Real Exchange Rates and Sectoral Productivity in the Eurozone," *American Economic Review*, Vol.108, No.6, 2018, pp.1543-1581。

严峻,远非名义趋同指标显示的那样乐观。<sup>①</sup>

## 六 结论

统一货币可以消除兑换成本和汇率风险,有助于开展贸易和经济活动,因此能够促进成员国之间的经济一体化,提高经济周期同步性以及经济指标趋同的程度。在欧元创设以后的9年间,欧元区成员国经济呈现趋同走势。在这个意义上,所谓OCA内生性假说只是在这个基础上明确给出了一个趋同的背后逻辑。

但是由于诸多的历史原因,成员国的经济结构不可能完全相同。全球金融危机,特别是欧元区的主权债务危机叠加欧元区扩容的冲击,给经济结构各不相同的成员国造成了不同的影响,并且这种冲击和影响在强度上超越了统一货币带来的趋同效应,从而在危机后的8年中欧元区成员国再次呈现出经济趋异的走势。

成员国之间对危机冲击的异质性反应是造成短期内趋异的重要因素。然而,冲击只是一种外部因素和导火索,而造成趋异的核心因素在于成员国之间的结构性差异,并且这些差异在《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》所规定的趋同指标中没有得到足够的重视。名义趋同标准反映的只是趋同的结果而没有关注趋同原因和驱动因素。名义趋同并不必然代表实际趋同,更不能保证在面临外部冲击时依然保持趋同。

显然,成员国之间经济结构的差异不是短时间能够调整的,而这又是面临外部冲击时造成异质性反应的原因,那么,即使抛开国际关系的考虑,仅仅从经济的角度看,欧元区成员国是不是彼此应该在经济结构上,或者说在区域价值链和生产网络中实现完美匹配呢?或者说一个国家只有符合欧元区生产网络要求的经济结构才有可能被纳入欧元区呢?这应该是一个政策选择的问题。

如果仅从维持成员国经济一体化,特别是强化周期性同步的角度看,答案显然是肯定的。但是一个完整的、可持续的区域经济合作不应是畸形的或片面的,不能也不应该仅仅建立在中间品贸易和区域价值链上。<sup>②</sup> 实体经济的区域生产网络是区域经济合作的基础,但同时也应包含为实体经济提供金融服务(如卢森堡)的互补内容,甚至应该包括传统服务业的互补(如希腊和西班牙的旅游和休闲业)。正如我们已经看到的,随着成员国之间贸易联系的深化,必然催生出它们之间在直接投资和权益投资

<sup>①</sup> 当然,正如施密茨和哈根所发现的那样,如果经常账户的失衡被看成欧元推动投资进而率先经济一体化的一个标志,那么对成员国之间模拟的有效汇率的趋势,只要控制在一定范围内就不一定意味着对欧元区的挑战。

<sup>②</sup> 从国际关系的角度看,欧盟和欧元区的创设也不仅仅是因为经济因素的考量。

方面的合作的深化。直接投资不仅巩固了贸易联系,而且本身也是推动实际趋同和一体化至关重要的驱动力。所以欧元区内也应该有专职提供金融服务的供应商。也就是说,在欧元区成员国之间,不仅要有垂直分工,也要有水平分工。

如果欧元区需要存在不同的经济结构来满足区域经济合作的不同需要,那么只要出现外部冲击,成员国之间的趋异就不可避免,甚至会出现因全球金融危机引发部分成员国债务危机,进而威胁欧元区存续的情况。为了应对危机,就需要建立类似于欧洲稳定机制(ESM)和欧洲金融稳定基金(EFSF)那样的区内危机救助机制来应对危机给欧元区造成的趋异冲击。<sup>①</sup>

毫无疑问,欧元区大国通过直接投资来构建区内生产网络,进而推动成员国生产率的趋同是欧元区一体化的核心驱动和关键因素。如果条件适宜,区内小国可以通过融入区内生产网络而推动增长,否则就可能出现趋异。小国的趋异虽然不会威胁欧元区一体化的整体水平,但却可能危及欧元区的存续。毕竟如果某一个小国因此脱离了欧元区,对欧元区的信誉和能力都是极大的挑战。但是,正如笔者在前面给出的简单模型所说明的那样,只要欧元区通过危机救助承受住冲击,那么成员国最终还是回到原来的趋同轨道上。事实上,尽管欧元区成员国之间在大部分宏观经济指标的标准差在经过2008年的全球金融危机、主权债务危机和成员国扩容的冲击后一度扩大,但在冲击减弱后也呈现出再度缩小的趋势。这也正好符合本文的理论分析预期。

总之,对于欧元区的健康发展来说,更重要的还是实际趋同,也就是支持经济稳定增长的主要经济基本面的趋同。对于欧元区成员国而言,尽管以每工作小时GDP产出表示的劳动生产率看,在危机冲击造成的波动中依然保持了趋同的趋势,但是从对于统一货币存续最重要的、以单位劳动成本表征的成员国模拟有效汇率看,不论是名义值还是实际值,都呈现出微弱的持续趋异。这或许才是欧元区成立以来始终面临的真正挑战,而如何看待成员国在趋同大势中存在的这个问题,还是需要进行深入研究。但正如表2显示的那样,作为欧元区一体化的主要驱动和具有重大影响的核心国家的趋同,又使区域内经济一体化趋势从根本上得到了保证,威胁主要来自小成员国的趋异。在这个意义上,欧元区能够存续就取决于大国维护欧元区的救助意愿和政治决心。

(作者简介:孙杰,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、中国社会科学院大学国际关系学院特聘教授;责任编辑:宋晓敏)

<sup>①</sup> 事实上,欧元区财长在2020年年底就推进欧元区永久性救助机制的改革达成一致,欧洲稳定机制将从2022年开始为欧元区银行业单一清算基金提供贷款支持,较最初计划提前两年。